DIE STRUKTUR UND DAS VERHALTEN DER EMITTENTEN UND ANLEGER AM DEUTSCHEN RENTENMARKT NACH DEM ZWEITEN WELTKRIEG

Lothar Lüdtke

1972

DISSERTATIONS – und FOTODRUCK FRANK oHG
8000 München 2 · Gabelsbergerstr. 15 · Tel.: 2 80 90 90

DIE STRUKTUR UND DAS VERHALTEN DER EMITTENTEN UND ANLEGER AM DEUTSCHEN RENTENMARKT NACH DEM ZWEITEN WELTKRIEG

Inaugural-Dissertation
zur Erlangung der Doktorwürde
einer Hohen Staatswirtschaftlichen Fakultät
der Ludwig-Maximilians-Universität
zu München

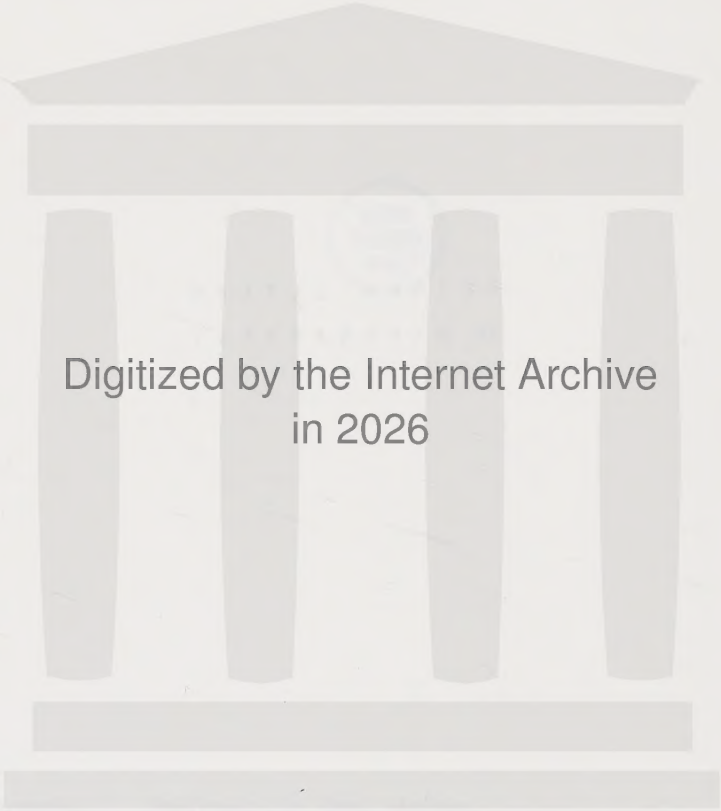
vorgelegt
von
Lothar Lüdtke

1972

Referent: Professor Dr. Otto Hintner
Korreferent: Privatdozent Dr. Peter Penzkofer
Tag der mündlichen Prüfung: 14.Februar 1972

M E I N E N E L T E R N

I N D A N K B A R K E I T


Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41546014_0015

Vorwort

Gegenstand der vorliegenden Arbeit ist eine Untersuchung der strukturellen Entwicklung und der Bestimmungsfaktoren des Marktverhaltens der Emittenten und Anleger am deutschen Rentenmarkt in der Zeit seit dem Ende des zweiten Weltkrieges. Obwohl der Untersuchungszeitraum wirtschaftsgeschichtlich nur eine relativ kurze Spanne umfaßt, können dennoch interessante und für die Zukunft des Rentenmarktes bedeutsame Entwicklungen festgestellt werden. Die lebhafte Diskussion, die seit einiger Zeit über die Gesetzesentwürfe, die eine Reform des Realkreditgeschäftes zum Ziele haben, entbrannt ist, beweist, welche Bedeutung einem funktionsfähigen Rentenmarkt für die Gesamtwirtschaft allgemein beigemessen wird.

Es war nicht Aufgabe dieser Untersuchung, die Entwicklung des Marktes für festverzinsliche Wertpapiere in ihrem Verlauf zu beschreiben, sondern es wurde versucht, ein Gesamtbild und die Grundelemente und Ausdrucksformen dieses Marktes darzustellen. Der erste Teil der Arbeit befaßt sich mit dem strukturellen Aufbau und wichtigen Veränderungen. Darauf aufbauend wurden im zweiten Teil die institutionellen Voraussetzungen und die grundlegenden Einflußfaktoren, die die Erwartungen und Entscheidungen der Marktpartner bestimmen, untersucht. Neben der kritischen Betrachtung des Marktverhaltens der Emittenten und Anleger am deutschen Rentenmarkt wurde zugleich versucht, Lösungsmöglichkeiten für die heute besonders aktuellen Probleme aufzuzeigen. Dabei muß das gemeinsame Interesse der Marktpartner - die Funktionsfähigkeit des Rentenmarktes - im Mittelpunkt stehen.

Besonderen Dank bin ich Herrn Professor Dr. Otto Hintner für die Überlassung des Themas und die vielfältigen Anregungen, die ich während meines Studiums in seinen Vorlesungen und Seminaren empfangen habe, schuldig. Danken möchte ich an dieser Stelle auch Herrn Privatdozent Dr. Peter Penzkofer für die wertvolle Unterstützung und die Betreuung der Arbeit sowie dem wissenschaftlichen Assistenten am Seminar für Bankbetriebslehre, Herrn Dipl.-Kfm. Peter von Hinten, für seine Hilfsbereitschaft und viele nützliche Anregungen.

Die Arbeit wurde im August 1971 abgeschlossen.

I N H A L T S V E R Z E I C H N I S

		Seite
A.	Grundlagen	1
	I. Begriff und Wesen der festverzinslichen Wertpapiere	1
	II. Die wichtigsten Gruppen der festverzinslichen Wertpapiere	4
B.	Die Struktur der Marktpartner am deutschen Rentenmarkt	8
	I. Ausgangssituation	8
	1. Einfluß der besonderen Verhältnisse	8
	a) Die Rückwirkungen des Krieges und der Währungsreform	8
	b) Die Entwicklung nach der Währungsreform	9
	2. Der Rentenmarkt im Gefüge des gesamten Kreditmarktes	12
	II. Die Gruppe der Emittenten	17
	1. Wesensmerkmale der Angebotsstruktur	18
	a) Zusammensetzung der Emittenten	18
	aa) Überblick	18
	ab) Strukturelle Verschiebungen	24
	b) Das Emissionsvolumen und die Entwicklung des Umlaufs festverzinslicher Wertpapiere	28

Seite

2. Konkurrenzverhältnis zwischen Einmal- und Daueremittenten 32

3. Zusammenfassung 36

III. Die Gruppe der Anleger 37

1. Die Bedeutung der Anlegerstruktur 37

a) Käuferstruktur und Funktionsfähigkeit des Rentenmarktes 37

b) Schichtung der Rentenpapiere 41

2. Ersparnis- und Vermögensbildung der Sektoren unter besonderer Berücksichtigung der privaten Haushalte 45

3. Die Anlegergruppen und ihre Marktanteile 49

a) Kapitalangebot und Kapitalzins 49

b) Die Marktanteile im einzelnen 51

ba) Entwicklung im ersten Nachkriegsjahrzehnt 51

bb) Streuung des Wertpapierbesitzes heute 55

4. Zusammenfassung 62

IV. Stabilisierungsfaktoren für Angebot und Nachfrage 63

1. Regelung von Neuemissionen 63

2. Zinsen und Tilgungen 65

Seite

C. Das Marktverhalten der Emittenten und Anleger 69

I. Ziele und Verhaltensmotive der Emittenten 69

1. Interessenlage 69

a) Kapitalbeschaffung der Realkreditinstitute 69

b) Anleihepolitik der öffentlichen Hand 76

c) Langfristiger Kapitalbedarf der Industrie 80

ca) Industrie-Obligation als Kapitalquelle 80

cb) Anleihetypen mit Zusatzrechten 87

cc) Bedeutung von substituierenden Finanzierungsarten 89

d) Bestimmungsgründe für die Emission von Anleihen ausländischer Emittenten 92

2. Die besondere Bedeutung der Kreditinstitute für das Funktionieren des Rentenmarktes 96

3. Instrumente der Marktgestaltung 102

a) Bedeutung und Einfluß einer kundenorientierten absatzpolitischen Konzeption 104

b) Marktforschung als Vorbereitung des Einsatzes der absatzpolitischen Instrumente 110

c) Absatzmethode 114

d) Produktgestaltung 122

da) Begriffliche Abgrenzungen 122

db) Sicherheit 124

dc) Nominalzins 128

dd) Rückzahlungsbedingungen 144

(1) Unkündbarkeitsklausel 144

(2) Laufzeit 147

(3) Tilgungsmodalitäten 153

Seite

(4) Zusammenfassung und Möglichkeiten zur Verbesserung der Rückzahlungsbedingungen 155

e) Preispolitische Möglichkeiten 167

f) Kurspflege 172

fa) Wesen und Aufgabe 172

fb) Kurspflege im Untersuchungszeitraum 176

g) Werbung 184

ga) Besonderheiten der Bankenwerbung 184

gb) Die bisherige Werbung am Rentenmarkt 186

(1) Einzelwerbung 188

(2) Gemeinschaftswerbung 191

gc) Der künftige Einsatz der Werbung und der Verkaufsförderung ("Sales Promotion"): Aufgabe und Möglichkeiten 194

h) Public Relations 199

Exkurs: Pensionsgeschäfte und Rentenmarkt 201

II. Ziele und Verhaltensmotive der Anleger 205

1. Bestimmungsfaktoren der Anlageentscheidungen 205

a) Die anlagepolitischen Zielsetzungen 205

aa) Sicherheit als Entscheidungskriterium 206

ab) Rentabilität als Maxime der Anlageplanung 208

ac) Liquidierbarkeit 216

b) Weitere Faktoren, die das Marktverhalten beeinflussen 217

ba) Institutionelle Einflüsse 217

bb) Beziehungen des Rentenmarktes zu anderen Märkten 222

Seite

2. Umsatzschwankungen am Rentenmarkt 227

3. Das Marktverhalten der wichtigsten Anlegergruppen 231

a) Kreditinstitute 231

aa) Ziele der Kreditinstitute und deren Auswirkungen auf den Rentenmarkt 231

ab) Einflußfaktoren der Anlagepolitik 234

b) Private Anleger 242

ba) Voraussetzungen und Grundprinzipien der Anlageplanung privater Haushalte 242

bb) Demographische Struktur der privaten Rentensparer 249

c) Investmentgesellschaften 256

d) Versicherungen 262

da) Individualversicherung 262

db) Sozialversicherung 269

III. Zusammenfassung 274

Schlußbemerkung 279

Anhang 281

Literaturverzeichnis 298

Seite

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1	Umlauf von Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand seit 1960	22
Tabelle 2	Nettoabsatz inländischer und ausländischer Emittenten	24
Tabelle 3	Anteile der inländischen Emittentengruppen am Bruttoabsatz in Prozent	27
Tabelle 4	Umlauf von festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten (1960 = 100)	31
Tabelle 5	Bruttoabsatz-Vergleich zwischen Dauer- und Einmalemittenten zu Beginn von Schwächeperioden des Rentenmarktes	34
Tabelle 6	Der unmittelbare Erstabsatz von inländischen festverzinslichen Wertpapieren nach Zeichnergruppen	52
Tabelle 7	Unterbringung von DM-Schuldverschreibungen	56
Tabelle 8	Der Besitz an Schuldverschreibungen inländischer Emittenten nach Wertpapierarten	59
Tabelle 9	Bruttoabsatz von festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten nach Zinstypen	136
Tabelle 10	Umlauf von festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten (längste Laufzeiten)	149
Tabelle 11	Umlauf von festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten (Restlaufzeiten)	151
Tabelle 11 a	Bruttoabsatz von festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten nach Wertpapierarten und Laufzeiten	156
Tabelle 12	Emissionsvolumen und Bestand an eigenen Schuldverschreibungen der KfW	178

Seite

Tabelle 13 Einfluß von Kurseinbußen auf den Rentenzins 210

Tabelle 14 Sozio-demographische Gruppen innerhalb der männlichen Bevölkerung der BRD (nach Beruf und persönlichem Monatseinkommen) 250

Tabelle 15 Sozio-demographische Gruppen innerhalb der männlichen Bevölkerung der BRD (nach Schulbildung und Altersgruppen) 251

Tabelle 16 Wertpapierdepots von Privatpersonen mit festverzinslichen Wertpapieren nach Größenklassen (Ende 1964) 254

Tabelle 17 Vermögensanlagen der deutschen Investmentfonds 259

Tabelle 18 Vermögensanlagen der deutschen Lebensversicherungs-Unternehmen 265

Tabelle 19 Neuerwerb von Wertpapieren der deutschen Lebensversicherungs-Unternehmen 267

Seite

Schaubilderverzeichnis

Schaubild 1	Bruttoabsatz von festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten	29
Schaubild 2	Nettoerwerb von festverzinslichen Wertpapieren durch die einzelnen Käufergruppen 1963 bis 1969	61
Schaubild 3	Bruttoabsatz von Rentenwerten inländischer Emittenten aufgeteilt in Nettoabsatz und Tilgung	66
Schaubild 4	Durchschnittskurse tarifbesteuerter Pfandbriefe	133
Schaubild 5	Anteil der Emissionen mit einer Nominalverzinsung von 6,0% bis unter 6,5%	134
Schaubild 6	Bestände an Schuldverschreibungen eigener Emissionen aller Banken und Durchschnittskurse der 6%igen tarifbesteuerten Pfandbriefe (1959 - 1965)	180
Schaubild 7	Bestände an Schuldverschreibungen eigener Emissionen aller Banken und Durchschnittskurse der 6%igen tarifbesteuerten Pfandbriefe (1965 - 1970)	181
Schaubild 8	Gesamt-Emissionsrendite am Rentenmarkt, Diskontsatz und Sätze für Tages- bzw. Dreimonatsgeld	223
Schaubild 9	Kursverlauf der 6%igen tarifbesteuerten Pfandbriefe und Kurve der Börsenumsätze (1959 - 1965)	228
Schaubild 10	Kursverlauf der 6%igen tarifbesteuerten Pfandbriefe und Kurve der Börsenumsätze (1965 - 1970)	229

		Seite
Schaubild 11	Kapitalmarktzins und Bankenliquidität	236
Schaubild 12	Bankenliquidität und Nettoerwerb festverzinslicher Wertpapiere durch Kreditinstitute	236
Schaubild 13	Die Zusammensetzung des Fondvermögens der deutschen Wertpapierfonds	259

Seite

Anhang

Schaubild I	Nettoabsatz festverzinslicher Wertpapiere insgesamt und Nettoabsatz an Kreditinstitute	281
Schaubild II	Nettoabsatz festverzinslicher Wertpapiere insgesamt und Nettoabsatz an Nichtbanken	282
Tabelle I	Bruttoabsatz von festverzinslichen Wertpapieren und Aktien inländischer Emittenten	283
Tabelle II	Umlauf an festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten	284
Tabelle III	Nettoabsatz von festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten	285
Tabelle IV	Durchschnittliche Ersparnisbildung der Sektoren	286
Tabelle V	Verfügbares Einkommen und Ersparnis der privaten Haushalte	286
Tabelle VI	Struktur der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte	287
Tabelle VII	DM-Auslandsanleihen 1969 nach Ländern	287
Tabelle VIII	Erstabsatz von Pfandbriefen und Kommunalobligationen 1963 bis 1969 (Aufteilung nach Käufergruppen)	288
Tabelle IX	Umlauf von festverzinslichen tarifbesteuerten Wertpapieren inländischer Emittenten nach Zinssätzen Ende 1970	289
Tabelle X	Umlauf an festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten und Zuwachsraten	290

		Seite
Tabelle XI	Bestände an inländischen festverzinslichen Wertpapieren (alle Bankengruppen)	291
Tabelle XII	Zur Entwicklung der Wertpapieranlage der Banken nach Wertpapierarten und Bankengruppen	292
Tabelle XIII	Haushalte nach Beruf des Haushaltsvorstandes und ausgewählten Sparformen 1960/61	293
Tabelle XIV	Private Haushalte mit Wertpapieren nach dem monatlichen Haushaltsnettoeinkommen, der sozialen Stellung und dem Alter des Haushaltungsvorstandes sowie der Höhe der Tageswerte am 31.12.1969	294
Tabelle XV	Wertentwicklung der Rentenfonds 1967 - 1971	295
Tabelle XVI	Bestand an inländischen festverzinslichen Wertpapieren bei wichtigen Trägern der Sozialversicherung nach Wertpapieren	296
Tabelle XVII	Vermögensanlagen der Rentenversicherungen nach Anlagearten	297

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

a.a.O.	am angegebenen Ort
AG	Aktiengesellschaft
Aufl.	Auflage
Bd.	Band
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBl.	Bundesgesetzblatt
Bl.f.Gen.	Blätter für Genossenschaftswesen
BZ	Börsen-Zeitung
DepG	Depotgesetz
DIW	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
DlK	Der langfristige Kredit
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
GBbk	Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank
GBdL	Geschäftsbericht der Bank Deutscher Länder
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
HWB	Handwörterbuch der Betriebswirtschaft
i.d.F.	in der Fassung
Jg.	Jahrgang
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
MoBbk	Monatsbericht der Deutschen Bundesbank
Sp.	Spalte
WiSta	Wirtschaft und Statistik
ZfhF	Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung
ZfK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZPO	Zivilprozeß
z.T.	zum Teil

A. Grundlagen

I. Begriff und Wesen der festverzinslichen Wertpapiere

Die Handelsobjekte des Rentenmarktes werden allgemein unter dem Begriff "Rentenwerte" bzw. "Festverzinsliche Wertpapiere" zusammengefaßt. Als Grundlage für die weiteren Ausführungen erscheint es zweckmäßig, einige Begriffsdefinitionen herauszuarbeiten und kurz auf die charakteristischen Eigenschaften der festverzinslichen Wertpapiere einzugehen, soweit diese von grundsätzlicher Bedeutung sind. Daran anknüpfend soll in einem Überblick dargestellt werden, welche Arten von Rentenwerten an den deutschen Börsen gehandelt werden. Auf die Entwicklung der verschiedenen Gruppen der festverzinslichen Wertpapiere nach dem zweiten Weltkrieg und auf die Probleme, die sich im Hinblick auf die Marktpolitik der Emittenten und die Entscheidungen der Anleger ergeben, wird dann in den weiteren Ausführungen genauer einzugehen sein.

Obgleich der Gesetzgeber den Ausdruck "Wertpapiere" in einigen Fällen verwendet[1], ist eine Legaldefinition im deutschen Recht nicht zu finden. Die herrschende Lehre versteht unter einem Wertpapier "eine Urkunde, in der ein privates Recht in der Weise verbrieft ist, daß zur Ausnutzung des Rechts die Innehabung der Urkunde erforderlich ist".[2]

---

1) vgl. z.B. §§ 232 ff, 372, 437 BGB
§§ 1, 369, 381 HGB
§§ 592, 688, 808, 821, 822 ZPO

2) Hueck, A.: Recht der Wertpapiere, 10. Aufl., Berlin und Frankfurt/M. 1967, S. 1
Zum Problem der sog. Wertrechte (d.h. unverbriefter Rechte des Börsenhandels, die nach moderner Lehre den Wertpapieren gleichzusetzen sind) vgl.: Hintner, O.: Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1961, S. 76 ff

Das Wertpapier wird deshalb auch als Vorlegungs- und Einlösungspapier bezeichnet. Die Beurkundung eines Rechts in einem Papier kann recht unterschiedliche Wirkungen haben. Aus diesem Grund besteht in der Literatur keine einheitliche Meinung darüber, wie eng oder weit der Begriff "Wertpapiere" zu fassen ist.[1] Hueck weist daraufhin, daß "die richtige Erkenntnis dieser verschiedenen Funktionen der im Verkehr vorkommenden Papiere für die rechtliche Behandlung derselben von entscheidender Bedeutung ist. Dagegen ist die Bezeichnung der einzelnen Gruppen und ihre systematische Zusammenfassung lediglich eine Zweckmäßigkeitsfrage".[2] Unter Berücksichtigung der betriebswirtschaftlichen Zielsetzung der Arbeit soll jedoch auf die rechtliche Problematik des Wertpapierbegriffes nicht weiter eingegangen werden.

Schließlich muß noch die Frage beantwortet werden, wie sich die beiden Begriffe "Wertpapiere" und "Effekten" zueinander verhalten, die heute in der bankbetrieblichen Praxis meist synonym verwendet werden.

Theoretisch gesehen handelt es sich bei der Bezeichnung"Effekten" um einen Unterbegriff. Effekten sind "vertretbare" Wertpapiere, d.h., sie werden lediglich nach Stückzahl, Betrag und Gattung - ohne Ansehung des Stückes selbst - gehandelt[3] [4].

---

1) Zum Problem der Abgrenzung der Wertpapiere von ähnlichen Papieren vgl. Hintner, O.: Wertpapierbörsen, a.a.O., S. 48 ff und Hueck, A.: a.a.O., S. 9 ff

2) Hueck, A.: a.a.O., S. 11

3) vgl. Hintner, O.: a.a.O., S. 53

4) § 1 Abs. 1 Dep G: "Wertpapiere im Sinne dieses Gesetzes sind Aktien, Kuxe, Zwischenscheine, Reichsbankanteilscheine, Zins-Gewinnanteil- und Erneuerungsscheine, auf den Inhaber lautende oder durch Indossament übertragbare Schuldverschreibungen, ferner andere Wertpapiere, wenn diese vertretbar sind, mit Ausnahme von Banknoten und Papiergeld".
vgl. dazu auch: Bruns, G.: Einführung in das Effektenwesen, 2. Aufl. Frankfurt/M. 1965, S. 9 ff

Die Abgrenzung der beiden Begriffe "Wertpapiere" und "Effekten" ist jedoch in der bankbetrieblichen Praxis nicht üblich. Wenn hier von "Wertpapieren"gesprochen wird, verknüpft sich damit von vorneherein und unwillkürlich die Vorstellung, daß es sich um Aktien, Pfandbriefe, Obligationen oder Staatsanleihen handelt. Nie - oder doch nur selten - denkt man dabei auch an Wechsel, Schecks oder ähnliche Urkunden, die rechtlich ebenfalls Wertpapiere sind.[1] Wenn deshalb in den weiteren Ausführungen von "Wertpapieren" die Rede ist, handelt es sich streng genommen um die besondere Kategorie der "vertretbaren" Wertpapiere, die an der Börse gehandelt werden. Die synonyme Verwendung beider Begriffe entspricht dem Sprachgebrauch der bankbetrieblichen Praxis.[2]

Eine Einteilung der an den Effektenbörsen gehandelten Papiere kann nach verschiedenen Kriterien rechtlicher oder wirtschaftlicher Art vorgenommen werden. Nach der Art der Verzinsung wird der Gesamtmarkt in die zwei großen Teilmärkte für Teilhaber- und für Gläubigerpapiere aufgeteilt.

1) Der Käufer von Teilhaberpapieren erwirbt ein Anteilsrecht an einer Gesellschaft. Die Höhe der Ausschüttung wird jeweils durch die Ertragslage der Unternehmung bestimmt (Aktie, Kux).

2) Für die Gläubigerpapiere ist charakteristisch, daß dem Gläubiger ein fester Zinssatz gewährt wird. Die Zahlung des Zinses hängt also nicht von der Ertragslage der Unternehmung ab (Obligationen, Pfandbriefe).

---

1) Hintner, O.: a.a.O., S. 47

2) vgl. dazu auch Humbert, C.: Aufgaben, Bedeutung und Grundprobleme Internationaler Anleihen, Diss. München 1969, S. 4

Im täglichen Sprachgebrauch der Praxis werden die am Rentenmarkt gehandelten Papiere meist nicht als Gläubiger- bzw. schuldrechtliche Wertpapiere, sondern als "Festverzinsliche-" oder "Rentenwerte" bezeichnet. Darin drückt sich die charakteristische Eigenschaft dieser Papiere, die laufende und normalerweise gleichbleibende Verzinsung (Rente), aus. "Es handelt sich hierbei um ein Wertpapier, bei dem der Erwerber aufgrund seiner Gläubigerstellung einen schuldrechtlichen Anspruch auf eine bestimmte Zinszahlung jeweils zu bestimmten Terminen und nach Ablauf der Kreditdauer auf die Rückzahlung des Darlehens besitzt."[1)]

II. Die wichtigsten Gruppen der festverzinslichen Wertpapiere

Die Ausstellung von Inhaber-Schuldverschreibungen (§ 795 BGB) und Orderschuld-Verschreibungen (§ 808a BGB) ist nur mit staatlicher Genehmigung erlaubt. Der Kreis der Emittenten am deutschen Rentenmarkt beschränkt sich auf öffentlich-rechtliche Institutionen und große private Kapitalgesellschaften. Dies ist im wesentlichen auf die relativ hohen Kosten, die mit einer Emission verbunden sind, zurückzuführen.[2)]

In einem kurzen Überblick sollen nun diejenigen Effekten aufgeführt werden, die für die vorliegende Arbeit relevant sind. Die strukturellen Probleme und die Bedeutung der verschiedenen Marktgruppen werden im Hauptteil genauer untersucht. In diesem Zusammenhang wird dann auch die Frage zu klären sein, welche Kriterien bei der Anlageentscheidung der einzelnen Käufergruppen von Bedeutung sind und welche Probleme und Konsequenzen

---

1) Humbert, C.: a.a.O., S. 4

2) Die Kosten für eine Emission: Antrag auf Zulassung, Druck, Börseneinführung, Prospekte, Werbung, Kurspflege, Verwaltungsaufwand für Zinszahlung und Einlösung

sich daraus für die Emittenten ergeben.

Folgende Wertpapier-Gruppen werden am deutschen Rentenmarkt gehandelt:

Festverzinsliche Wertpapiere deutscher Emittenten

a) Pfandbriefe und Kommunalobligationen

Pfandbriefe dienen der Finanzierung des Wohnungsbaues sowie landwirtschaftlichen, gewerblichen oder industriellen Bauvorhaben. Kommunalobligationen liefern dem Emittenten die Mittel zur Gewährung von Darlehen an kommunale Körperschaften oder für kommunal verbürgte Kredite an andere Darlehensnehmer. Pfandbriefe und Kommunalobligationen werden nur von Hypothekenbanken sowie öffentlich-rechtlichen Grund-Kreditanstalten ausgegeben. Im Interesse der ordnungsmäßigen Abwicklung der Emission wurden besonders strenge, nach den einzelnen Gruppen von Real-Kreditinstituten differenzierte Gesetze erlassen.[1)]

b) Schuldverschreibungen von Spezial-Kreditinstituten

Diese Gruppe umfaßt die Schuldverschreibungen von Kreditinstituten mit Sonderaufgaben, die in der Erfüllung bestimmter wirtschaftspolitischer Zielsetzungen, wie

---

1) Die rechtlichen Vorschriften befinden sich vor allem in folgenden Gesetzen:

a) Hypothekenbankgesetz vom 13.7.1899 i.d.F. vom 5.2.1963 (BGBl. I S. 81)
b) Gesetz über Pfandbriefe und verwandte Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten vom 21.12.1927 i.d.F. vom 8.5.1963 (BGBl. I S. 312)
c) Gesetz über Schiffspfandbriefbanken vom 8.4.1943 i.d.F. vom 8.5.1963 (BGBl. I S. 301)

vgl. Hagenmüller, K.F.: Der Bankbetrieb Bd. I, Strukturlehre - Kapitalbeschaffung der Kreditinstitute, 3. Aufl. Wiesbaden 1970, S. 283 ff

z.B. Vergabe langfristiger Kredite an gewerbliche und landwirtschaftliche Unternehmen und Förderung des Wohnungsbaues, liegen.

c) sonstige Bankschuldverschreibungen

In der Hauptsache handelt es sich um Emissionen von Girozentralen, deren Verkaufserlöse vorwiegend als Kredite an die gewerbliche Wirtschaft ausgegeben werden.

d) Öffentliche Anleihen

Dazu zählen die Anleihen des Bundes, der Länder, Provinzen, Kreise, Städte und verschiedener Zweckverbände. Sie sollen den Finanzbedarf dieser Institutionen, der durch deren umfangreiche gemeinwirtschaftliche Aufgaben entsteht, decken. Die Bonität und Sicherheit der Anleihen werden durch das Vermögen und die Steuerkraft der emittierenden öffentlichen Verwaltung gewährleistet.

e) Industrieobligationen

In dieser Gruppe werden die Anleihen der großen Kapitalgesellschaften (Industrie, Handel, Verkehr und Versorgungswirtschaft) zusammengefaßt. Sie dienen der langfristigen Finanzierung und decken den Kapitalbedarf, der bei den großen Investitionsvorhaben solcher Unternehmen entsteht. Außerdem sind noch die Mischformen der Gläubiger- und Teilhaberpapiere, wie z.B. die Wandel- oder die Optionsanleihe, zu erwähnen.

Festverzinsliche Wertpapiere ausländischer Emittenten

Die Gruppe der festverzinslichen Wertpapiere ausländischer Emittenten umfaßt Anleihen ausländischer Staaten, Städte,

Gemeinden, Gesellschaften sowie internationaler Organisationen, die in der Bundesrepublik Deutschland aufgelegt werden. "Die spezifische Eigenart dieser Papiere erklärt sich aus der Tatsache, daß sie rechtliche und wirtschaftliche Beziehungen schaffen, die über den nationalen Bereich hinausgehen und deshalb auch besondere Probleme und Konsequenzen aufwerfen."[1)]

---

1) Humbert, C.: a.a.O., S. 7
In der Literatur wird noch die für die rechtliche Beurteilung bedeutsame Unterscheidung zwischen sogenannten "schlichten Auslandsanleihen", die völlig auf die Bedürfnisse eines ausländischen Kapitalmarktes abgestellt sind und den sogenannten "Internationalen Anleihen", die in verschiedenen Staaten aufgelegt werden, getroffen. Für die tägliche Praxis der Anlageberatung und -entscheidung ist diese Differenzierung jedoch nicht von ausschlaggebender Bedeutung. Hier steht vielmehr das Abwägen der typischen Risiken dieser Gruppe von festverzinslichen Wertpapieren im Mittelpunkt der Überlegungen. (vgl. dazu: Humbert, C.: a.a.O., S. 8 ff; Lochner, A.: Darlehen und Anleihe im internationalen Privatrecht, Stuttgart u. Köln 1954, S. 38; Raape, L.: Internationales Privatrecht, 3. Aufl., Berlin u. Frankfurt/M. 1950, S. 338)

B. Die Struktur der Marktpartner am deutschen Rentenmarkt

I. Ausgangssituation

1) Einfluß der besonderen Verhältnisse

a) Die Rückwirkungen des Krieges und der Währungsreform

Zur Würdigung der Entwicklung, die der deutsche Rentenmarkt in den vergangenen zwei Jahrzehnten genommen hat, muß auch der Ausgangspunkt dieser Zeitspanne betrachtet werden. Die Krisenmaßnahmen der Wirtschafts- und Finanzpolitik vor dem Krieg[1], der wirtschaftliche Zusammenbruch und - als Zäsur eines Neubeginns - die Währungsreform im Juni 1948 sind als Hauptelemente anzuführen, wenn die Ausgangssituation, vor der auf der einen Seite die Emittenten und auf der anderen Seite die Anleger von festverzinslichen Wertpapieren standen, beleuchtet werden soll.

Der infolge des Krieges fast völlig zerstörte Produktionsapparat mußte wieder aufgebaut werden. Die dafür erforderlichen Finanzierungsmittel konnten jedoch in den ersten Jahren nach der Währungsumstellung nur in geringem Maße über den Rentenmarkt zur Verfügung gestellt werden. Der Abwertungsschock war für die bis zuletzt recht zuversichtlichen Sparer festverzinslicher Wertpapiere zu groß und damit das Vertrauen weitgehend zer-

---

1) Eine ausführliche Analyse der Marktsituation vor der Währungsreform hat Reichl vorgenommen. Vgl. dazu Reichl, H.: Der Pfandbrief und sein Markt seit dem zweiten Weltkrieg, Diss. München 1956, S. 2 ff

stört worden.[1]

"Ein Wertpapiermarkt, insbesondere der Markt festverzinslicher Werte, bestand nicht mehr. Die Gleichsetzung eines guten Geldes, das unter echtem Konsumverzicht in Wertpapierform angelegt worden war, mit Inflations-Geld, mußte zu einer echten Vertrauenskrise gegenüber durch dingliche Forderungen gesicherten Schuldverschreibungen führen. Die psychologische Folge war, daß die nach der Währungsreform wieder einsetzende primäre Ersparnisbildung das Wertpapier weit in den Hintergrund drängte - kurzfristiges Zwecksparen löste das Vermögenssparen ab."[2]

Ein entscheidendes Hindernis für eine rasche Gesundung des deutschen Rentenmarktes war, daß nach 1924 nun ein zweites Mal unzählige kleine und mittlere Vermögen zerstört wurden. Während im Jahre 1924 der Rentenmarkt nach wenigen Monaten seine Funktionsfähigkeit wiedererlangt hatte, folgte nach 1948 eine lange Periode des Dirigismus, in der der Kapitalmarkt nur wenig zur Investitionsfinanzierung beitragen konnte.[3]

b) Die Entwicklung nach der Währungsreform

Es erscheint nicht zweckmäßig, hier näher auf die Bestimmungen und Probleme der Währungsumstellung einzugehen, da dieser

---

1) Die Württembergische Hypothekenbank weist in ihrem Geschäftsbericht 1948/49 daraufhin, daß sie von der Möglichkeit, Pfandbriefe zur Rückzahlung zu kündigen, mit Rücksichtnahme auf ihre Kundschaft trotz hoher Hypothekenrückzahlungen keinen Gebrauch gemacht habe. Die Sparer zogen den Besitz eines Pfandbriefs, auch wenn dieser fällig und zinslos geworden war, dem baren Gelde vor, weil sie hofften, daß der Pfandbrief bei der Währungsumstellung besser behandelt werden würde als Bargeld. (Vgl. Württembergische Hypothekenbank, Stuttgart, Geschäftsbericht 1948/49, S. 4)

2) Rieger, K.: Die Hypothekarkredit- und Pfandbriefinstitute im Gebiet der BRD 1948-1959, Tübingen 1960, S. 1

3) vgl. Rieger, K.: a.a.O., S. 2

Themenkreis in der Literatur ausführlich behandelt wurde.[1] Entscheidend ist, daß durch die Währungsreform die Grundlagen für die Neubildung von Geldkapital geschaffen wurden. Durch den sehr harten Kapitalschnitt[2] begann für den Markt für festverzinsliche Wertpapiere ein völlig neuer Zeitabschnitt. Für die Realkreditinstitute und die übrigen Emittenten bestand also die Aufgabe nicht darin, den Rentenmarkt wieder zu stärken, sondern ihre Arbeit muß als "Neubeginn" bezeichnet werden. Diese Tatsache erklärt auch die verhältnismäßig lange Zeitdauer, bis die Zurückhaltung der privaten Sparer überwunden und das Vertrauen in die Sicherheit der Wertpapieranlage in Rentenwerten zurückgewonnen werden konnte.

Das erste Jahrzehnt nach der Währungsreform wird allgemein in drei Phasen, die sich durch die jeweiligen auf die Beeinflussung des Wertpapiermarktes gerichteten Maßnahmen der Kredit- und Finanzpolitik unterscheiden, eingeteilt:

a) die Periode der staatlich kontrollierten Emissionsbedingungen von 1949 bis Ende 1952

b) die Periode der Zinssubventionierung durch die Steuerbegünstigung der Erträge bestimmter Wertpapiere von Ende 1952 bis Ende 1954

---

1) vgl. besonders Reichl, H.: a.a.O., S. 23 ff (siehe auch: Biber, W.: Zur Frage der Sanierung der deutschen Gebäudewirtschaft, München 1945 - Blomeyer, K.: Die Behandlung der Hypotheken, Grundschulden und Geldrentenreallasten bei der Neuordnung des Geldwesens und der Finanzierung des Wiederaufbaus, München 1947 - Deumer, R.: Die Wiedergutmachung des Währungsunrechts bei Pfandbriefen und Obligationen, München 1950 - Strathus, H.: Der Kapitalmarkt in Westdeutschland und die Probleme seines Wiederaufbaus, Bonn 1952).

2) Schuldverschreibungen, Hypotheken und andere Forderungen und Verpflichtungen wurden im Verhältnis 10 : 1 umgestellt. Für den Altbesitz an solchen Kapitaltiteln brachte das Altsparergesetz (i.d.F. vom 1.4.59 BGBl. I 170) eine Verbesserung der Umstellungsquote auf 10 : 2.

c) die Periode der Rückkehr zur freien Marktentwicklung.[1]

Die erste Phase der Kapitalmarktpolitik ist durch einen sehr weitgehenden Dirigismus gekennzeichnet. Mit Rücksicht auf den sozialen Wohnungsbau war der zulässige Nominalzins für Pfandbriefe und Kommunalobligationen auf höchstens 5 % und für Industrieobligationen auf 6 1/2 % festgelegt worden. Die Emissionen wurden von einem staatlichen Kapitalverkehrsausschuß kontrolliert und gelenkt. Da jedoch die Emissionsbedingungen nicht der wirklichen Marktlage entsprachen und sich die privaten Anleger (Haushalte, Unternehmungen, Versicherungen) zurückhielten, entstanden bald sogenannte "graue Rentenmärkte".

Die zweite Phase begann mit dem Ende 1952 in Kraft getretenen "Ersten Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes."[2] Nach diesem Gesetz wurden die Zinsen der Pfandbriefe und Kommunalobligationen, die mindestens zu 90 % der Finanzierung des sozialen Wohnungsbaues dienten ("Sozialpfandbriefe"), und die Zinsen aus Schuldverschreibungen und Schatzanweisungen des Bundes und der Länder mit Laufzeiten von drei und mehr Jahren sowie aus einigen Papieren, die vom Kapitalverkehrsausschuß als besonders förderungswürdig anerkannt wurden, von der Ertragssteuer befreit.

> "Das Ergebnis der Förderungspolitik war die 'Aufspaltung' des bisher einheitlichen Rentenmarktes in Einzelmärkte für steuerfreie, steuerbegünstigte und voll besteuerte Werte mit jeweils besonderen Käuferkreisen, auf denen durchaus gesonderte und unterschiedliche Kursbewegungen möglich waren. Trotz dieser und anderer unerwünschter Nebenerscheinungen

---

1) vgl. Röhl, K.: Die Entwicklung des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland nach der Währungsreform unter besonderer Berücksichtigung finanz- und kreditpolitischer Maßnahmen, Diss. Kiel 1957, S. 36 und Dannemann, W.: Struktur und Funktionsweise des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland, Tübingen 1959, S. 51

2) Erstes Gesetz zur Förderung des Kapitalmarktes vom 15.12. 1952, BGBl. I, S. 793. Gleichzeitig trat das Gesetz über den Kapitalverkehr (BGBl. I, S. 801) in Kraft, das dem Bundeswirtschaftsminister die Kontrollfunktion übertrug, während der Kapitalverkehrsausschuß als Beratungsorgan fungieren sollte.

> hatte das Förderungsgesetz Erfolg. Der Wertpapierabsatz, insbesondere der steuerfreien Papiere, stieg sprunghaft an und erreichte Mitte 1954 mit dem Bekanntwerden des Auslaufens des Förderungsgesetzes sein Maximum."[1)]

Die dritte Phase begann Ende 1954 mit dem Auslaufen des Gesetzes zur Förderung des Kapitalmarktes und mit der sogenannten "großen Steuerreform". Durch die Schaffung einheitlicher Emissionsbedingungen für alle Emittenten wurde der Weg zu einer freien Marktentwicklung geebnet.

Im Hinblick auf die Zielsetzung der Arbeit, die wesentlichen Faktoren der strukturellen Entwicklung und des Marktverhaltens der Emittenten und Anleger aufzuzeigen, soll möglichst eine chronologische Beschreibung von Ereignissen vermieden werden. Der wechselvolle Verlauf, den der deutsche Rentenmarkt seit Beginn der sogenannten dritten Phase genommen hat, ergibt sich aus der weiteren analytischen Diskussion.

2. Der Rentenmarkt im Gefüge des gesamten Kreditmarktes

Die Effektenbörse hat die Aufgabe, Angebot und Nachfrage marktmäßig zusammenzuführen. Im Börsenkurs eines Wertpapiers drückt sich die augenblickliche Angebots- und Nachfragesituation aus.[2)] Zu berücksichtigen ist dabei jedoch, daß nur ein Teil des Effektengeschäftes über die Börse abgewickelt wird. Der Wertpapier-

---

1) Dannemann, W.: Struktur und Funktionsweise des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland, Tübingen 1959, S. 53

2) gem. §29 Börsengesetz ist der Makler verpflichtet, als Börsenpreis denjenigen Preis festzusetzen, der der wirklichen Geschäftslage des Verkehrs an der Börse entspricht.

markt wird deshalb in den sogenannten "Emissionsmarkt", der sich außerhalb der Börse abspielt, und in den sogenannten "Zirkulationsmarkt" (den eigentlichen Börsenmarkt) eingeteilt.[1] "Auf dem Emissionsmarkt treffen sich Anbieter und Nachfrager nach neuen, erstmalig in den Verkehr kommenden Kapitalmarkttiteln, während auf dem Zirkulationsmarkt dank der Effektenfungibilität der Kauf und Verkauf bereits im Verkehr befindlicher Kapitalmarkttitel ermöglicht wird. Der Emissionsmarkt erhöht den volkswirtschaftlichen Wertpapierbestand beständig, während die Transaktionen auf dem Zirkulationsmarkt ihn in seiner Höhe konstant belassen und nur die (Titular)vermögensverteilung ändern."[2]

Neben dem Emissions- und Zirkulationsmarkt muß einem dritten Teilbereich - dem Tilgungsmarkt - zunehmende Bedeutung beigemessen werden. Die heute bereits relativ hohen jährlichen Tilgungsrückflüsse sind neben den Zinszahlungen als ein bedeutsamer Stabilisierungsfaktor des Marktes für festverzinsliche Wertpapiere anzusehen. Der Tilgungsmarkt stellt deshalb für die Emittenten ein wichtiges absatzpolitisches Aktionsfeld dar, auf dem versucht werden muß, die durch die Tilgungen freiwerdenden Beträge wiederum der Anlage in festverzinslichen Titeln zuzuleiten.[3]

Während sich auf dem Zirkulationsmarkt die Angebots- und Nachfragesituation im Börsenkurs niederschlägt, drückt sie sich auf dem Emissionsmarkt im Ausgabekurs und in der übrigen

---

1) Nach v. Beckerath ist diese Gliederung auf Aupetit-Brocard zurückzuführen (Aupetit-Brocard, Les grands marchés financiers, Paris 1913).
vgl. Beckerath, H. v.: Kapitalmarkt und Geldmarkt, Jena 1916, S. 8

2) Dannemann, W.: a.a.O., S. 23

3) vgl. dazu im einzelnen Kapitel B IV, 2

Ausstattung aus. Für die weitere Diskussion ist es zweckmäßig, das Begriffspaar "Angebot" und "Nachfrage" in einem sehr allgemeinen und umfassenden Sinn zu gebrauchen. Dadurch wird die Analyse der strukturellen Entwicklung der beiden Marktkomponenten erleichtert. Aus diesem Grund soll die genannte Aufteilung des Effektenmarktes nicht im Mittelpunkt der Überlegungen stehen, und es soll zunächst keine Rolle spielen, ob die Nachfrage nach festverzinslichen Wertpapieren an der Börse oder durch ein Tafelgeschäft[1] befriedigt wird. Bedeutungsvoll wird eine solche Unterscheidung erst bei der Analyse einzelner Käuferentscheidungen, z.B. bei der Beantwortung der Frage, warum einer Neuemission der Vorzug vor einem bereits notierten Papier gegeben wurde.

Für die Beurteilung der Kräfte, die das heute bestehende strukturelle Bild des Marktes für festverzinsliche Wertpapiere formten, ist nicht nur das breite Bündel spezifischer Bestimmungsfaktoren dieses Marktes, sondern auch die enge Verbindung zu den anderen Teilen des Kreditmarktes wichtig. Unter Kreditmarkt soll dabei der Markt, auf dem sich Kreditangebot und Kreditnachfrage treffen, verstanden werden. Diese Definition geht auf v. Beckerath[2] zurück, der die Geldmarkt- und Kapitalmarktge-

---

1) d.h. Direktverkauf von Wertpapieren am Bankschalter

2) vgl. v. Beckerath, H.: Kapitalmarkt und Geldmarkt, Jena 1916, S. 6, 21 ff
Zur Begriffsbestimmung des Kreditmarktes vgl. auch Spiethoff, A.: Die äußere Ordnung des Kapital- und Geldmarktes, in: Schmollers Jahrbuch, Jg. 33, 1909, S. 445 ff; Spiethoff, A.: Der Begriff des Kapital- und Geldmarktes, in: Schmollers Jahrbuch, Jg. 44, 1920, S. 981 ff; Merkel, H. G.: Theorie der Kapitalmarktpolitik, in: Schriftenreihe "Die Unternehmung im Markt", Bd. 1, Berlin 1955, S. 9 ff; Dannemann, W.: a.a.O., S. 9 ff; Höfermann, F.: Geldmarkt und Geldmarktgeschäfte, Frankfurt/M. 1959, S. 71; Philipp, M.: Die Problematik einer theoretischen Abgrenzung von Geldmarkt und Kapitalmarkt, in: BFuP, 1968, S. 167

schäfte als "Inbegriff von Kreditgeschäften" unter dem Oberbegriff Kreditmarkt zusammenfaßt.

Zunächst muß die Frage beantwortet werden, nach welchen Gliederungsmerkmalen der Kreditmarkt unterteilt werden kann, d.h. welche Kriterien sich zur Abgrenzung von Geld- und Kapitalmarkt eignen. Ausgehend von der Definition des Kreditmarktes als Inbegriff von Kreditgeschäften, führt Philipp in ihrem Aufsatz vier mögliche Gliederungsmerkmale an:

a. Abgrenzung aufgrund unterschiedlicher Verwendung und Herkunft der Mittel
b. Abgrenzung nach den Marktparteien
c. Abgrenzung nach der Art der überlassenen Kaufkraft
d. Abgrenzung nach der Fristigkeit

In ihrer Analyse kommt Philipp[1] zu dem Ergebnis, daß sich in der Literatur am häufigsten eine Aufteilung des Kreditmarktes aufgrund langer und kurzer Fristen der Kredite findet, letztlich jedoch keines der genannten Gliederungskriterien allein zu einem befriedigenden Ergebnis führt.

Soweit die Fristigkeit als Kriterium herangezogen wird, d.h. der Kreditmarkt in einen Kapitalmarkt für "langfristiges" und einen Geldmarkt für "kurzfristiges" Geldkapital unterteilt wird, muß das Problem der genauen Bestimmung der Fristen berücksichtigt werden. Es muß geklärt werden, ob von vereinbarten oder tatsächlichen Fristen auszugehen ist, "wobei die vereinbarten oft ein unrealistisches Bild geben und die tatsächlichen sich im vorhinein nur selten bestimmen lassen."[2] Philipp schlägt deshalb vor, die einzelnen Abgrenzungsmerkmale miteinander zu kombinieren.[3]

---

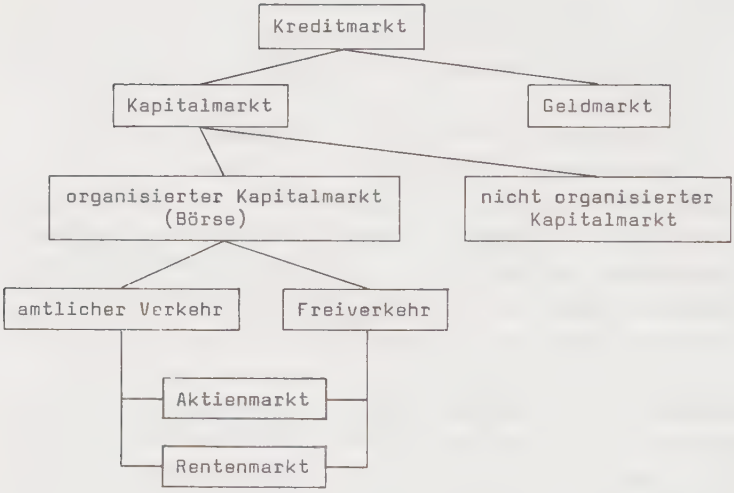
1) vgl. dazu im einzelnen Philipp, M.: a.a.O., S. 170 ff

2) Philipp, M.: a.a.O., S. 176

3) Philipp, M.: a.a.O., S. 176

Diese kurzen Ausführungen sollen die Probleme andeuten, die sich bei einer möglichst genauen Abgrenzung von Geld- und Kapitalmarkt ergeben.

Das folgende Schaubild verdeutlicht, welche Teilmärkte der Kreditmarkt im einzelnen umfaßt[1]:



1) vgl. Brack, W.: Die Lage des deutschen Kapitalmarktes in der Gegenwart, Diss. Berlin 1959, S. 10

Danach gliedert sich der Kapitalmarkt in einen organisierten (Börse)[1] und einen nichtorganisierten[2] Teil. Der börsenmäßig organisierte Kapitalmarkt (Effektenmarkt) setzt sich aus den beiden Komponenten Aktien- und Rentenmarkt zusammen.

Zusammenfassend kann gesagt werden, daß das oben angeführte systematische Schema durch ein enges Netz von Abhängigkeiten miteinander verknüpft ist, wobei in der Praxis häufig die Schwierigkeit besteht, genaue Grenzen zu ziehen. Für die vorliegende Arbeit wird die Erörterung der sich aus diesem Marktgefüge ergebenden Interdependenzen die Bedeutung des Einflusses der anderen konkurrierenden Märkte auf den Rentenmarkt zu klären haben.

II. Die Gruppe der Emittenten

Im Rahmen einer Analyse des deutschen Rentenmarktes ist es zunächst notwendig, dessen strukturelle Entwicklung darzustellen. Mit Hilfe der Kenntnis der Zusammensetzung von Emittenten und Anlegern lassen sich Aussagen über die Eigentümlichkeiten der verschiedenen Teilmärkte und über die Interdependenzen bei der Kursbildung machen. Gleichzeitig wird die Bedeutung der einzelnen Gruppen des Gesamtmarktes ersichtlich, und nicht zuletzt hängt die Macht, die durch das Verhalten der Marktpartner ausgeübt werden kann, von der Struktur der Angebots- und Nachfrageseite ab. Die enge wechselseitige Verknüpfung von Struktur und Verhaltensweisen der Marktteilnehmer wird in den weiteren Ausführungen immer wieder zum Ausdruck kommen.

---

1) häufig auch als Kapitalmarkt im engeren Sinne bezeichnet. vgl. Philipp, M.: a.a.O., S. 177

2) z.B. Markt für langfristige Darlehen, Hypothekenmarkt usw.

Eine exakte Gewichtung der Kräfte, die das heute bestehende strukturelle Bild des Rentenmarktes formten, ist allerdings nicht durchführbar, da sich die einzelnen Einflußfaktoren nicht quantifizieren lassen.

1. Wesensmerkmale der Angebotsstruktur

a) Zusammensetzung der Emittenten

aa) Überblick

Der deutsche Rentenmarkt ist durch eine Vielzahl von Emittenten, d.h. durch ein sehr breites Angebot, gekennzeichnet. Die herkömmliche Einteilung der Anbieter von festverzinslichen Wertpapieren leitet sich aus ihrer unterschiedlichen Aufgabenstellung ab. Die einzelnen Gruppen wurden bereits im Kapitel A, II dargestellt. Im Überblick ergibt sich folgendes Bild:

a. Banken
   - Realkreditinstitute
   - Spezialkreditinstitute

b. Öffentliche Hand

c. Industrie- Handels- Verkehrsbetriebe

d. Ausland

Jede dieser vier Emittentengruppen umfaßt wiederum eine große Anzahl von privaten bzw. öffentlichen Kapitalnachfragern, die auf ein reibungsloses Funktionieren des Rentenmarktes angewiesen sind.

Es ist also eine doppelte Konkurrenzsituation gegeben, erstens zwischen den Gruppen und zweitens zwischen den einzelnen Emit-

tenten in jeder Gruppe. Die grundlegende Zielsetzung eines funktionsfähigen Rentenmarktes liegt im Ausgleich von Angebot und Nachfrage nach Geldkapital. Das Angebot an festverzinslichen Titeln muß daher stets so gesteuert werden, daß es in der gewünschten Höhe zum gewünschten Zeitpunkt auf eine entsprechende Nachfrage trifft, wodurch sich allen Anbietern ein möglichst großer Absatzbereich öffnet. Dieses Problem weist auf die erheblichen Schwierigkeiten hin, die entstehen, wenn der Markt zu einer Schwäche neigt, d.h. die Aufnahmebereitschaft der Käufer nachläßt. In solchen Situationen besteht die Gefahr, daß die Konkurrenten versuchen, den Markt zum eigenen Vorteil auszunutzen, ohne auf dessen Funktionsfähigkeit als Finanzierungsquelle für die gesamte Volkswirtschaft Rücksicht zu nehmen.

Realkreditinstitute

Unter den Emittenten am deutschen Rentenmarkt nehmen die Grundkreditinstitute als Träger des langfristigen Realkredits den ersten Rang ein. Ihre Geschäftstätigkeit ist - im Gegensatz zu den sonstigen Konkurrenten - durch Gesetz geregelt und die Verwendung der durch die Ausgabe von Schuldverschreibungen in Form von Pfandbriefen und Kommunalobligationen eingehenden Mittel von vorneherein festgelegt. Dadurch werden Mißbräuche verhindert, und den Grundkreditinstituten wird ein bestimmter Geschäfts- und Aufgabenbereich zugewiesen.[1)]

1) vgl. Dannemann, W.: a.a.O., S. 126

Im einzelnen können folgende Institutsgruppen unterschieden werden[1]:

Private Realkreditinstitute:
- Hypothekenbanken
- Schiffspfandbriefbanken

Öffentlich-rechtliche Realkreditinstitute:
- Landschaften
- Stadtschaften
- Ritterschaften
- sonst. Realkreditinstitute

Sonstige öffentlich-rechtliche Banken, soweit diese das Hypothekarkredit- und Pfandbriefgeschäft betreiben:
- Staats- und Landesbanken
- Girozentralen

Gemischte Hypothekenbanken[2]

Kreditinstitute mit Sonderaufgaben (Spezialkreditinstitute)

Folgende Institute treten mit Emissionen an den Rentenmarkt heran:

---

1) zur Organisation der Realkreditinstitute siehe: Rieger, K.: a.a.O., S. 7 ff und Hagenmüller, K. F.: Der Bankbetrieb Bd. I, a.a.O., S. 164 ff

2) Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank; Bayerische Vereinsbank

Industriekreditbank AG
Kreditanstalt für Wiederaufbau
Landwirtschaftliche Rentenbank
Deutsche Siedlungs- und Landesrentenbank
Deutsche Genossenschaftskasse
Lastenausgleichsbank

Öffentliche Hand

Nach den Realkreditinstituten kommt der öffentlichen Hand als Anbieter am Rentenmarkt die größte Bedeutung zu. Tabelle 1 gibt einen Überblick darüber, wie sich der Umlauf der Emissionen der öffentlichen Hand auf die einzelnen Anleiheschuldner verteilt. Auffällig erscheint dabei der sehr geringe Anteil der Gemeinden und der recht gleichmäßige Bedarf der Deutschen Bundespost, der meist erheblich geringer ist als der der Bundesbahn. Letzteres kann darauf zurückgeführt werden, daß der Bundespost - deren rechtlicher Status als Sondervermögen des Bundes dem der Bundesbahn gleicht - in der Aufnahme von Darlehen bei den Postscheck- und Postsparkassenämtern zusätzliche ergiebige Kapitalquellen zur Verfügung stehen.

Tab. 1

Umlauf von Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand seit 1960

Jahr	Insges.		Bund		Länder		Gemeinden		Bahn		Post		sonst.[1]	
	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%
1960	6.926	100	1.269	18	1.763	25	342	5	2.265	33	1.249	18	38	1
1961	8.820	100	2.445	28	1.751	20	335	4	2.831	32	1.425	16	35	0
1962	11.172	100	3.109	28	1.722	15	417	4	4.029	36	1.864	17	31	0
1963	14.436	100	4.912	34	1.548	11	405	3	5.093	35	2.451	17	27	0
1964	17.702	100	6.424	36	1.755	10	458	3	5.942	34	2.919	16	205	1
1965	20.811	100	7.572	36	2.771	13	567	3	6.228	30	3.243	16	431	2
1966	21.231	100	7.929	37	3.212	15	555	3	5.794	27	3.163	15	579	3
1967	26.078	100	10.039	38	5.012	19	693	3	6.206	24	3.309	13	819	3
1968	29.778	100	11.172	38	6.213	21	778	3	6.721	23	3.970	13	925	3
1969	30.387	100	11.593	38	5.916	20	748	2	6.659	22	4.520	15	951	3
1970	32.458	100	12.173	38	6.197	19	697	2	7.061	22	5.378	16	951	3

1) hierunter fallen Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Zweckverbände, anderer öffentlich-rechtlicher Verbände auf sondergesetzlicher Grundlage und des Ausgleichsfonds ("Erfüllungsschuldverschreibungen", die gemäß § 252, Abs.3, LAG seit April 1964 an Hauptentschädigungsberechtigte ausgegeben wurden).

Quelle: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2 Juni 1971

Industrie-, Handels-, Verkehrsbetriebe

Diese Emittentengruppe spielte im Untersuchungszeitraum nur eine sehr bescheidene Rolle. Wie wenig der Rentenmarkt zur Industriefinanzierung beitragen konnte, zeigt die Entwicklung des Nettoabsatzes (Tabelle III im Anhang).

Ausländische Emittenten

Nach der Einführung der Währungskonvertibilität wurde der Wertpapierverkehr mit dem Ausland 1959 voll liberalisiert. Damit war das Ziel der deutschen Währungspolitik - eine möglichst rasche Aufhebung der devisenrechtlichen Beschränkungen der Nachkriegszeit - erreicht, und dem zwischenstaatlichen Kapitalverkehr standen keine wesentlichen institutionellen Hindernisse mehr entgegen.

Die Begebung von internationalen Anleihen hielt sich jedoch bis zum Jahre 1964, in dem 12 DM-Anleihen in Höhe von 894 Mio. untergebracht werden konnten, in bescheidenem Rahmen. Das Emissionsergebnis von 1964 übertraf das Gesamtergebnis der Jahre 1957 bis 1964.

Die Absatzzahlen der letzten Jahre, die in Tabelle 2 zusammengestellt wurden, unterstreichen, daß der Gruppe der deutschen Emittenten durch die Vielzahl von ausländischen Kapitalnachfragern eine ernst zu nehmende Konkurrenz erwachsen ist.

Tab. 2

Nettoabsatz
inländischer und ausländischer Emittenten
(Mio DM)

Jahr	Inländer	Ausländer[1)]
1962	9.531	100
1963	12.066	111
1964	13.508	894
1965	12.468	1.275
1966	5.524	1.276
1967	15.321	732
1968	15.797	5.720
1969	13.479	6.398
1970	15.059	2.485

1) DM-Anleihen, die unter deutscher Konsortialführung begeben wurden.

Quelle: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank Reihe 2, Juni 1971

ab) Strukturelle Verschiebungen

Die Emittenten von festverzinslichen Wertpapieren wurden in verschiedenen Gruppen zusammengefaßt. Für eine genaue Analyse genügt es jedoch nicht, die Zusammensetzung der Nachfrageseite zu kennen. Besondere Bedeutung kommt auch der Beantwortung der Frage zu, wie sich die auf die einzelnen Emittenten entfallenden Anteile am Gesamtabsatz im Laufe der Zeit entwickelt haben.

Die quantitativ bedeutendsten Anbieter auf dem Rentenmarkt sind die Realkreditinstitute, deren Anteil am Bruttoabsatz sich regelmäßig zwischen 50 % und 70 % bewegte. Der Anteilswert der Pfandbriefe hat sich in den vergangenen Jahren laufend verkleinert, während derjenige der Kommunalobligationen von 12 % (1948) auf 43 % (1969) angewachsen ist. Diese Zahlen weisen deutlich auf das ausgeprägte Wachstum im Kommunalkreditgeschäft hin. Gleichzeitig spiegelt sich im rückläufigen Pfandbriefabsatz der in den letzten Jahren zunehmend stärker werdende Wettbewerb im langfristigen Kreditgeschäft wider, der dadurch gekennzeichnet ist, daß neue Gruppen als Anbieter auftauchen und sich die Marktanteile der traditionellen Anbietergruppen untereinander verschieben. Als Neulinge sind beispielsweise die Großbanken mit ihrem wachsenden Engagement im langfristigen Bereich zu nennen; einmal im Bereich der Wohnungsbaufinanzierung in Gestalt der aus Spareinlagen refinanzierten persönlichen Hypothekendarlehen, und zum anderen im Bereich des Kommunalkredits und des mittel- und längerfristigen Wirtschaftskredits.[1)]

Der Anteilswert der Spezialkreditinstitute ist bis 1960 durch große Schwankungen gekennzeichnet, während er sich in den vergangenen zehn Jahren zwischen 7 % und 11 % eingespielt hat.

Bemerkenswert erscheint das Anwachsen der sonstigen Bankschuldverschreibungen. Es handelt sich dabei hauptsächlich um kurz- und mittelfristige Schuldverschreibungen von Girozentralen, deren Verkaufserlöse vorwiegend zur Kreditgewährung an die gewerbliche Wirtschaft dienen.

---

1) vgl. Verbandsbericht des Verbandes öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten e.V., 1969, S. 29

Der Marktanteil der öffentlichen Hand war bis 1958 großen Schwankungen unterworfen. Seit dieser Zeit beanspruchen die Begebungen der öffentlichen Emittenten etwa ein Viertel des Mittelaufkommens. Ausnahmen bildeten die ausgesprochenen "Hochzinsjahre" (1966, 1969, 1970), in denen der Anteilswert unter 20 % sank. Berücksichtigt man die relativ hohe Beanspruchung des Rentenmarktes durch die Anleihen der öffentlichen Hand und durch die Kommunalobligationen der Realkreditinstitute, so kann auf der Nachfrageseite eine sehr starke Konzentration zu Gunsten der öffentlichen Hand festgestellt werden. Immerhin flossen den öffentlich-rechtlichen Körperschaften in den letzten Jahren durchschnittlich 60 % des Gesamtaufkommens am Rentenmarkt zu.

Im Gegensatz zu dieser Entwicklung weist der Emissionsanteil der Industrie, der bis 1959 noch zwischen 8 % und 22 % schwankte, eine ständig sinkende Tendenz auf. In den letzten Jahren fiel der Rentenmarkt für die Investitionsfinanzierung der Industrie praktisch völlig aus.

Tab. 3

Anteile der inländischen Emittentengruppen am Brutto-Absatz[1] in %

Jahr	Bruttoabsatz[2]	Pfandbriefe (einschl. Schiffspfandbriefe	Kommunalobligationen	Zwischensumme	Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten	sonst. Bankschuldverschreibungen	Anleihen der öff. Hand	Industrieobligationen (einschl. Wandelobl.)
1948	100	34	12	(46)	-	-	-	54
1949	100	26	4	(30)	3	-	55	12
1950	100	31	15	(46)	14	-	32	8
1951	100	63	21	(84)	0	-	8	8
1952	100	41	10	(51)	14	-	27	8
1953	100	36	15	(51)	8	-	27	14
1954	100	48	21	(69)	6	0	8	17
1955	100	37	28	(65)	14	-	9	12
1956	100	40	24	(64)	1	-	13	22
1957	100	28	27	(55)	6	-	17	22
1958	100	20	29	(49)	6	0	24	21
1959	100	31	24	(55)	14	-	21	10
1960	100	44	21	(65)	9	0	25	1
1961	100	38	26	(64)	11	1	21	3
1962	100	35	20	(55)	10	3	23	9
1963	100	25	21	(46)	11	6	28	9
1964	100	28	22	(50)	11	9	24	6
1965	100	29	25	(54)	8	9	24	5
1966	100	30	34	(64)	10	6	17	3
1967	100	19	31	(50)	7	5	32	6
1968	100	20	41	(61)	8	8	22	1
1969	100	20	43	(63)	8	11	16	2
1970	100	14	42	(56)	9	11	21	3

1) ab 1969 ohne Namensschuldverschreibungen

2) festverzinsliche Wertpapiere inländischer Emittenten zum Nominalwert

Quelle: Berechnet aus den Monatsberichten und den Statistischen Beiheften zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2, Wertpapierstatistik

b) Das Emissionsvolumen und die Entwicklung des Umlaufs festverzinslicher Wertpapiere

Die Tabellen I, II und III im Anhang geben einen Gesamtüberblick, wie sich der Brutto- bzw. Nettoabsatz und der Umlauf von festverzinslichen Wertpapieren seit der Währungsreform entwickelt haben. Die absoluten Zahlen zeigen deutlich, daß es relativ lange dauerte, bis sich auf den einzelnen Teilmärkten wieder Rentenwerte in nennenswertem Umfange absetzen ließen.

Während die durch den Korea-Konflikt hausseartig gestiegene Konsumneigung im Frühjahr 1951 zurückging und das wiedergekehrte Vertrauen in die Währung sich durch eine kräftige Zunahme der Spartätigkeit auszuwirken begann[1], blieb der Rentenmarkt von dieser Entwicklung unberührt. Durch die fast völlige Umgehung des Effektenmarktes vollzog sich ein großer Teil der faktischen Ersparnisbildung zunächst in Formen, mit denen - volkswirtschaftlich betrachtet - kein längerfristiger Liquiditätsverzicht verbunden war. Die starke Zunahme der Sicht- und Termindepositen, in denen in erheblichem Maße bereits Sparkapitalbeträge steckten, bedeutete für die Geldpolitik eine schwere Belastung[2].

Die Unergiebigkeit der Wertpapiermärkte in den ersten Jahren des Betrachtungszeitraums hatte eine starke Abhängigkeit der Wirtschaft von den Banken zur Folge. Von der Bank Deutscher

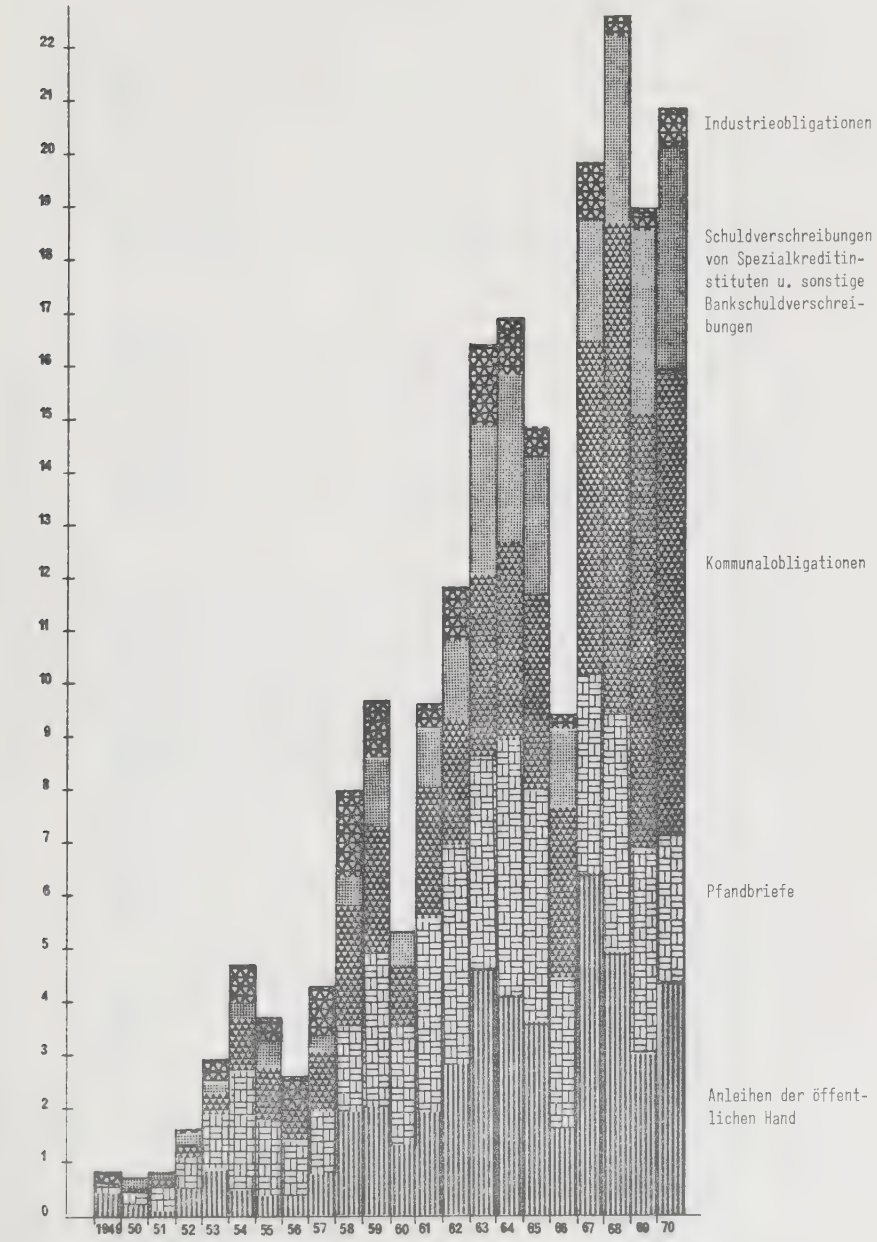
---

1) Im 1. Vierteljahr 1951 war auf den Sparkonten bei Kreditinstituten und Postsparkassen ein Auszahlungsüberschuß von 41 Mio zu verzeichnen, während im 2. Vierteljahr die Einzahlungen um 122 Mio, im 3. Vierteljahr um 245 Mio und im 4. Vierteljahr um 419 Mio überwogen!

2) vgl. GBdL 1951, S. 12

Schaubild 1

Bruttoabsatz von festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten [1]



Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank

1) Ab 1954 einschl. Berlin (West), ab 1959 einschl. Saarland, ab 1969 ohne Bank-Namensschuldverschreibungen

Länder wurde wiederholt auf die zentrale Aufgabe des Rentenmarktes als Finanzierungsquelle hingewiesen: "Ein derartiges Darniederliegen des Wertpapiermarktes ist gesamtwirtschaftlich natürlich verhängnisvoll. Über den Wertpapiermarkt ist es am ehesten möglich, den langfristigen Kapitalbedarf eines Unternehmens durch eine relativ große Zahl von Kapitalgebern befriedigen zu lassen und damit auch große, die Kapazität einer einzelnen Kapitalsammelstelle übersteigende, Kapitalansprüche zu erfüllen."[1)]

Mit Beginn der Periode der Rückkehr zur freien Marktentwicklung seit 1955 zeigte sich, daß der Rentenmarkt wieder funktionsfähig war und seine Aufgabe in einer wachsenden Wirtschaft übernehmen konnte. Der deutsche Rentenmarkt rückte im weiteren Verlauf -gemessen am Emissionsvolumen- zu den international bedeutsamen Märkten auf.

Das Wachstum der einzelnen Teilmärkte war recht unterschiedlich. Die in Tabelle 4 errechneten Indexwerte der Entwicklung des Umlaufs zeigen noch einmal deutlich die bereits angedeuteten Tendenzen am Rentenmarkt an, die durch die Strukturwandlungen im langfristigen Kreditgeschäft verursacht wurden. Die weit unterdurchschnittlichen Indexwerte der Industrieobligationen beweisen deren schwache Stellung innerhalb des Gesamtmarktes.

---

1) GBdL: Geschäftsbericht 1952, S. 16

Tab. 4

Umlauf an festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten
1960 = 100

Jahresende	Pfandbriefe (einschl. Schiffspfandbriefe)	Kommunalobligationen (u. ä.)	Schuldverschr. von Spezialkreditinstituten	sonst. Bankschuldverschreibungen [1]	Bankschuldverschreibungen insgesamt	Industrieobligationen (einschl. Wandelschuldverschreibungen)	Anleihen der öff. Hand	Insgesamt
1960	100	100	100		100	100	100	100
1961	122	119	121		121	102	127	120
1962	147	137	143	100	144	113	161	143
1963	171	163	177	286	174	120	208	173
1964	201	193	210	548	209	127	256	207
1965	229	224	228	783	241	134	300	237
1966	246	247	233	808	259	134	307	251
1967	268	301	245	849	292	151	377	288
1968	296	386	264	1.026	342	150	430	332
1969 [2]	309	432	277	1.263	370	147	439	354
1970	324	512	306	1.577	415	151	469	391

1) Als Basisjahr wurde 1962 gewählt, da der geringe Umlauf im Jahre 1960 keine sinnvollen Indexwerte ergeben hätte.

2) ab 1969 ohne Namensschuldverschreibungen

Quelle: Berechnet aus den Statistischen Beiheften zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2, Wertpapierstatistik, Juni 1971

2. Konkurrenzverhältnis zwischen Einmal- und Daueremittenten

Wenn auch der Rentenmarkt in seiner Gesamtheit kein einheitliches Gebilde darstellt und jeder Teilmarkt Eigenheiten aufweist, so läßt sich am Börsenablauf doch eine starke Interdependenz in der Kursbildung ablesen. Es kann in der Regel davon ausgegangen werden, daß die Beanspruchung eines Teilmarktes auch für die übrigen Märkte einen Kursbildungsfaktor darstellt. Die Vorliebe eines Käuferkreises für die eine oder andere Gruppe festverzinslicher Wertpapiere wird nicht dazu führen, daß sich vergleichbare Renten durch eine stark voneinander abweichende Renditeentwicklung unterscheiden.

Für eine erfolgreiche Neuplacierung von Gläubigerpapieren muß auf Marktkonformität geachtet werden, d.h. die Ausstattung wird sich nach der Rendite bereits umlaufender gleichwertiger Schuldtitel richten. Zirkulations- und Emissionsmarkt sind in der Realität des Kapitalmarktgeschehens untrennbar miteinander verknüpft. Der einzelne Emittent wird also einmal die augenblickliche Marktlage, die sich im Börsengeschehen widerspiegelt, in seine Überlegungen einbeziehen, und zum anderen ist er in das Konkurrenzverhältnis mit den übrigen Nachfragern eingegliedert.

Besonders charakterisiert wird der Rentenmarkt dabei durch den ausgeprägten Gruppenwettbewerb zwischen den sogenannten

Dauer- und Einmalemittenten.[1] Das Konkurrenzverhältnis dieser beiden Gruppen tritt in Zeiten einer Marktschwäche besonders stark in Erscheinung. Es hat sich gezeigt, daß die Emissionsmethode des freihändigen Verkaufs den Daueremittenten eine gewisse Vorrangstellung einräumt, da kleinere Beträge - Zug um Zug verkauft - von einem geschwächten Markt leichter aufgenommen werden als größere Anleiheblöcke an von vorneherein festgelegten Zeichnungstagen.

Diese unterschiedliche Ausgangssituation führte häufig zu gegenseitigen Vorwürfen der beiden konkurrierenden Anbietergruppen, den Markt übermäßig zu strapazieren und zum eigenen Vorteil auszunutzen. Von den Realkreditinstituten wurde dabei die Meinung vertreten, daß es in der Natur des Daueremissionsgeschäftes liege, den Markt"wahrzunehmen" und nicht zu belasten.[2]

---

1) Als Daueremittenten werden die Realkreditinstitute bezeichnet, die als Emissionsmethode den sogenannten freihändigen Verkauf von Effekten anwenden. Als Voraussetzungen für den freihändigen Verkauf von Effekten sind im allgemeinen deren Börsenzulassung, ein ausgedehntes Vertriebssystem und ein genügender Vorrat an den zu emittierenden Wertpapieren zu nennen. Dadurch sind die Daueremittenten jederzeit "absatzbereit" und können auf Nachfrageschwankungen sehr flexibel reagieren. Bei der Begebung von Wertpapieren durch die sogenannten Einmalemittenten (öffentliche Hand, Industrie, Spezialkreditinstitute und Ausland) findet als Emissionsmethode das Subskriptionsverfahren Anwendung. Die Schwierigkeit besteht darin, einen günstigen Zeitpunkt als Zeichnungstermin auszuwählen, an dem der gesamte Anleihebetrag im Publikum placiert werden kann.
Zum Problem der Emissionsmethoden vgl. Hintner, O.: Wertpapierbörsen, a.a.O., S. 95

2) vgl. Diagnose des Rentenmarktes, in BZ Nr. 61 vom 30.3.65

Allerdings besteht durch ein solches "Wahrnehmen" des Marktes bei den Einmalemittenten die Gefahr einer Torschlußpanik, um nicht für längere Zeit bei ihren Finanzierungswünschen von der Quelle des Rentenmarktes abgeschnitten zu werden. Folgen in einem solchen Fall die zunächst zurückgestellten Emissionen in sehr dichter Reihenfolge, so können die Anleger - in der Erwartung weiterer Verbesserungen der Konditionen - zu starker Zurückhaltung veranlaßt werden.

Tab. 5

Bruttoabsatz-Vergleich zwischen Dauer- und Einmalemittenten zu Beginn von Schwächeperioden des Rentenmarktes

Zeitpunkt	Insges.		Daueremittenten		Einmalemittenten	
	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%
Febr. 1965	1.358	100	1.096	81	262	19
März 1965	1.176	100	842	72	334	28
April 1965	1.380	100	850	62	530	38
April 1966	576	100	421	73	155	27
Mai 1966	496	100	467	94	29	6
Juni 1966	492	100	453	92	39	8
März 1969	977	100	872	89	105	11
April 1969	1.349	100	1.195	89	154	11
Mai 1969	1.475	100	1.332	90	143	10
Dez. 1969	973	100	893	92	80	8
Jan. 1970	950	100	810	85	140	15
Febr. 1970	1.226	100	878	72	348	28

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Statistische Beihefte, Reihe 2, Jg. 1969 ff

In der obigen Tabelle werden für ausgewählte Monate, die jeweils einen Zeitabschnitt mit relativ starken Kursrückgängen einleiteten, die Bruttoabsatzzahlen der Dauer- und der Einmalemittenten gegenübergestellt. Bei gleichzeitiger Betrachtung der Börsenkursentwicklung scheint unserer Meinung nach eine Kritik an der aufgezeigten Absatzstruktur nicht völlig unberechtigt zu sein. Diese Zahlen sollen keineswegs eine "Schuld" der Daueremittenten an negativen Marktentwicklungen beweisen, da mittelfristige Renditeschwankungen auf andere Ursachen als auf kurzfristige Veränderungen der Struktur der Angebotsseite zurückzuführen sind. Auf kurze Sicht gesehen kann jedoch festgestellt werden, daß die Wirkung der marktschonenden Haltung der Einmalemittenten durch den Wertpapierabsatz der Daueremittenten teilweise aufgehoben wurde. Diese These wird auch durch die Entwicklung des Nettoabsatzes gestützt, der in den betrachteten Zeiträumen bei den Daueremittenten meist über dem Gesamt-Nettoabsatz lag, da bei den Einmalemittenten die Tilgungen überwogen.

Die Ursache für den harten Konkurrenzkampf liegt im sehr hohen Kapitalbedarf unserer Wirtschaft begründet. "Die Kapitalbildung mag in der Bundesrepublik noch so hoch sein und noch so sehr ansteigen, die Nachfrage nach Kapital hat geradezu strukturell die Tendenz, jeweils noch höher zu sein. Wir haben es also mit einer anhaltenden Übernachfrage am Kapitalmarkt zu tun. Hier liegt der entscheidende Grund, weshalb unser Kapitalmarkt ständig angespannt war und ist und weshalb sich eine Zinssenkung bisher jeweils nur sehr schwer durchsetzen konnte."[1)]

---

1) Benning, B.: Kapitalmarkt und Kapitalmarktpolitik, in: DlK Nr. 8, 1965, S. 199

3. Zusammenfassung

Das Konkurrenzverhältnis zwischen den verschiedenen Emittenten am Rentenmarkt ist im Betrachtungszeitraum einerseits durch den ständig steigenden Kapitalbedarf und eine zeitweise recht ausgeprägte Zurückhaltung der Anleger, andererseits durch strukturelle Veränderungen - d.h. veränderte Marktpositionen - gekennzeichnet. Den größten Marktanteil von rund 50 % vereinigten die Schuldverschreibungsarten der Realkreditinstitute auf sich. Diese sehr beachtliche Absatzquote konnte über alle Schwankungen der absoluten Absatzbeträge hinweg gehalten werden.[1] Bei einer insgesamt positiven Beurteilung des Absatzvolumens, das die Aufnahmefähigkeit des Marktes widerspiegelt, darf der zunehmende Trend zu kürzeren Laufzeiten nicht außer acht gelassen werden. Beispielsweise mußte das relativ gute Ergebnis des Jahres 1967 durch erhebliche Konzessionen bei der Laufzeit vieler Emissionen "erkauft" werden.[2] Die gegenwärtige Situation verdeutlicht, daß durch die weiter zunehmende Intensivierung des Wettbewerbs eine Anpassung der Absatzpolitik an die neuen Gegebenheiten erforderlich wird.

---

1) vgl. Jahresbericht der Deutschen Pfandbriefanstalt 1969, S. 18

2) vgl. Jahresbericht der Deutschen Pfandbriefanstalt 1967, S. 12 f

III. Die Gruppe der Anleger

1) Die Bedeutung der Anlegerstruktur

a) Käuferstruktur und Funktionsfähigkeit des Rentenmarktes

Die Ergiebigkeit und Funktionsfähigkeit des Rentenmarktes hängt im wesentlichen von der Stetigkeit und Langfristigkeit des Kapitalstromes, mit dem die Kapitalnachfrage gespeist wird, ab. Nähere Aufschlüsse darüber ergeben die Struktur, Motive und Nutzenerwartungen der Anleger.

Während die Erfassung der Struktur der Emittenten mit Hilfe der tiefgegliederten Statistiken der Deutschen Bundesbank ohne weiteres möglich ist, bestehen große Schwierigkeiten, die strukturelle Entwicklung der Kapitalquellen des Rentenmarktes aufzuzeigen. Das bis zum Jahre 1962 für den Kapitalmarkt zur Verfügung stehende statistische Material bot keinen befriedigenden Aufschluß über die Unterbringung der festverzinslichen Wertpapiere. Die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichte Tabelle "Wertpapierabsatz nach Käufergruppen" erfaßte jeweils nur den sogenannten Ersterwerb bei der Ausgabe. Auf diesem Weg war jedoch über die endgültige Placierung kein eindeutiges Bild zu gewinnen, da ein großer Teil der emittierten Papiere zunächst von den Banken übernommen und später von diesen weiterplaciert wird. Ferner ist der Aussagewert einer solchen Erstzeichner-Statistik für die Unterbringung von Wertpapieren dadurch begrenzt, daß sie bei den verschiedenen Erwerbergruppen jeweils den Brutto-Zugang, nicht dagegen die wesentlich wichtigeren Veränderungen ihrer Bestände (Zeichnung neuer Emissionen, An- und

Verkäufe an der Börse, sowie Tilgungen) erfaßt[1]. Die statistische Erfassung der Bestandsveränderungen in den Wertpapierportefeuilles der einzelnen Anlegergruppen ist nur mit Hilfe einer Erhebung über den Depotbesitz möglich.[2] Für die Analyse der Struktur der Kapitalgeber am Rentenmarkt bilden deshalb die Ergebnisse der von der Bundesbank seit 1962 in jährlichen Abständen durchgeführten Depoterhebungen eine wertvolle Unterlage.

Unter Berücksichtigung der zum Teil erheblichen Schwankungen des Kapitalangebotes wird klar ersichtlich, daß Aussagen über die weitere Marktentwicklung und - daran anknüpfend - über entsprechende marktpolitische Aktivitäten der Emittenten heute ohne eine genaue Kenntnis der Zusammensetzung der Marktpartner (Käufer) nicht möglich sind. Eventuelle Wachstumschancen der Nach-

---

1) vgl. Der Depotbesitz an inländischen Wertpapieren Ende 1962, in: MoBbk Nr. 9, 1963, S. 3

2) Repräsentativerhebungen über den Depotbesitz wurden vom Statistischen Bundesamt für das Jahr 1958 und 1960 durchgeführt. Der Rentenbesitz wurde dabei erst 1960 in die Untersuchung einbezogen. Für das Jahr 1962 folgten Depoterhebungen der Bundesbank und des Bundesverbandes des privaten Bankgewerbes e.V. Während sich die Untersuchung von 1960 auf die Depots von natürlichen Personen und Personalgesellschaften beschränkte, erstreckte sich die Erhebung von 1962 auf alle Kundendepots. Die Erhebung der Bundesbank diente im wesentlichen dazu, einen Überblick über das Gesamtvolumen der in den Depots liegenden Wertpapiere und seine Verteilung auf die einzelnen Bankgruppen zu gewinnen. Dagegen sollte die Erhebung des Bundesverbandes in erster Linie einen Einblick in die Zusammensetzung der Depotbestände nach den wichtigsten Anlegergruppen bieten. Ferner wurden weitere Depoterhebungen von einzelnen Bankenverbänden bei den ihnen angeschlossenen Instituten vorgenommen. (vgl. Schultze, H.: Die Unterbringung der festverzinslichen Wertpapiere, in: WiSta Nr. 7, 1961, S. 397 ff; vgl. auch Berndsen, R.: Der Depotbesitz an deutschen Aktien, in: WiSta Nr. 8, 1959, S. 417-419; Berndsen, R.: Der Depotbesitz an deutschen Aktien und festverzinslichen Wertpapieren, in: WiSta Nr. 6, 1961, S. 339-419; Der Depotbesitz an inländischen Wertpapieren Ende 1962, a.a.O., S. 4 ff.)

frage einzelner Käufergruppen werden sich nur realisieren lassen, wenn - aufgrund genauer Marktanalysen - eine marktgerechte Gestaltung des Angebots vorgenommen werden kann.

Als wichtigste Voraussetzung für die Leistungsfähigkeit des Rentenmarktes ist seine Funktionsfähigkeit anzusehen. Funktionsfähigkeit soll dabei als möglichst störungsfreier und marktgerechter Ausgleich von Angebot und Nachfrage definiert werden. Dannemann[1] weist in seiner Untersuchung daraufhin, daß die sogenannte "Funktionsunfähigkeit" des Kapitalmarktes meist nur ein anderer Ausdruck für die gegenüber früher geänderten individuellen Verhaltensweisen bzw. Zielsetzungen der am Kapitalmarkt und vor allem am Wertpapiermarkt beteiligten Wirtschaftssubjekte ist. Diese Feststellung besitzt auch heute noch ihre Gültigkeit. Auf der Anlegerseite ist dabei etwa an mögliche Strukturwandlungen in der Anlagepolitik der institutionellen Anleger oder an veränderte Sparziele der privaten Käufer zu denken. Darauf wird in einem späteren Zusammenhang ausführlich eingegangen. Solche Teilerscheinungen, die sich hinter einem Strukturwandel des Rentenmarktes verbergen, werden nur durch eine einzelwirtschaftliche Darstellung, die sich mit den Vorgängen, Zielsetzungen und Verhaltensweisen innerhalb der Sektoren des Angebotes zu befassen hat, erkennbar.[2]

Die Frage, welche Käuferstruktur für die Funktionsfähigkeit des Rentenmarktes wünschenswert erscheint, kann nicht ohne weiteres beantwortet werden. Im Vordergrund der Überlegungen wird

---

1) vgl. Dannemann, W.: Struktur und Funktionsweise des Kapitalmarktes in der BRD, Tübingen 1959, S. 69

2) vgl. Dannemann, W.: a.a.O., S. 69

dabei die Zielsetzung der Emittenten, die auf eine endgültige und langfristige Placierung Wert legen, stehen. Als bevorzugte Abnehmer werden die privaten Anleger angesehen, wobei unterstellt wird, daß bei ihnen langfristige Kaufmotive die Hauptrolle spielen, während im Gegensatz dazu z.B. die Dispositionen der Kreditinstitute sehr stark von deren Liquiditätslage und der Kreditpolitik der Bundesbank abhängen. Neben den Privatpersonen spielen in der Gruppe der sogenannten "Nichtbanken" vor allem die privaten und öffentlichen Kapitalsammelstellen als Daueranleger eine wichtige Rolle.

Die Käuferstruktur läßt einerseits Schlüsse zu, wie erfolgreich - d.h. dauerhaft - die festverzinslichen Wertpapiere placiert werden konnten; andererseits wird - sofern noch die Verteilung des Besitzes an Schuldverschreibungen nach einzelnen Wertpapierarten bekannt ist - erkennbar, welche Bedeutung den Anlagevorschriften der institutionellen und den Präferenzen (für die eine oder andere Emittentengruppe) der privaten Anleger zukommt. Diese Erkenntnisse sind für die Absatzpolitik und die Beurteilung der Absatzchancen der verschiedenen Kapitalnachfrager von entscheidender Bedeutung. Daneben lassen sich noch aus zusätzlichen Erhebungen über die Gruppe der privaten Anleger wichtige Informationen über deren soziale Struktur gewinnen, die wiederum Aufschlüsse über den bisherigen Erfolg und die zukünftigen Möglichkeiten der absatzpolitischen Bemühungen der Emittenten - insbesondere der Banken als unmittelbare Partner der Käufer - geben. "Bei den deutschen Kreditinstituten hat sich in letzter Zeit ein bedeutsamer Wandel in der Geschäftspolitik vollzogen. Fragen des Marketing traten in den Vordergrund".[1] Wird Marketing als Steuerung des Betriebes vom Markt

---

1) Penzkofer, P.: Marketing und Bankorganisation, in: Dienstleistungen in Theorie und Praxis, Festschrift für Otto Hintner, Stuttgart 1970, S. 126

her definiert[1], dann sind die Ergebnisse der Marktforschung als unabdingbare Voraussetzung für die unternehmerischen Entscheidungen anzusehen. "Jede marktbezogene unternehmerische Entscheidung setzt Informationen über Marktdaten voraus."[2]

b) Schichtung der Rentenpapiere

Im letzten Kapitel wurde die "Dauerhaftigkeit" bzw. "Endgültigkeit" der Placierung als Hauptkriterium für die Beurteilung der Käuferstruktur herausgestellt. Je nach dem Grad der Wahrscheinlichkeit des langfristigen Verbleibens der Rentenpapiere in einem Vermögen sind die Renten "gut" oder "schlecht" untergebracht. Werden größere Rentenmengen nur sehr labil placiert, so bilden sie eine dauernde Gefahr, da durch ein plötzliches Überangebot - hervorgerufen durch vielleicht geringfügige Anlässe - die Entwicklung des Marktes für längere Zeit gestört werden kann.[3] In solchen Perioden wirkt sich als zusätzlicher Störungsfaktor außerdem der zurückgestaute Anleihebedarf aus, der die Gefahr in sich birgt, daß nach dem Abklingen der Marktschwäche die Neuemissionen in zu rascher Folge begeben werden.

Das gesamte umlaufende Rentenvolumen kann in einzelne, hinsichtlich ihrer Stabilität unterschiedliche Schichten zerlegt werden. Das Fundament wird dabei von derjenigen Schicht gebildet, deren Material als placiert gilt. Der obere Teil besteht

---

1) vgl. Cramer, J. E.: Marketing im Bankbetrieb, Frankfurt/M. 1970, S. 12

2) Behrens, K. C.: Demoskopische Marktforschung, 2. Aufl., Wiesbaden 1966, S. 135

3) vgl. Kurz, A.: Strukturwandlungen am deutschen Rentenmarkt, Diss. Berlin 1939, S. 32

aus den Schichten, deren Rentenbestände noch keinen endgültigen Abnehmer gefunden haben. Allgemein wird hier von sogenanntem "schwimmendem" Material gesprochen.

In Anlehnung an Kurz[1] kann folgende Schichtung des Rentenbesitzes vorgenommen werden:

Noch nicht placiertes Material:

a) schwimmendes Material im engeren Sinne: Bestände der Börsenkulisse und des spekulierenden Publikums, kurzfristige Engagements jeder Art, z.T. auch Bestände der Banken

b) schwimmendes Material im weiteren Sinne:
   1) Bestände aus Maßnahmen der Kapitalmarktpolitik (z.B. Bestände der Bundesbank)
   2) Interventionsbestände der Emittenten bzw. der mit der Kurspflege beauftragten Stellen
   3) Emissionsreste
   4) teilweise Bestände der Banken

Placiertes Material:

a) Bestände institutioneller Anleger (Banken, Sparkassen, Sozialversicherungen, Versicherungen, Kapitalanlagegesellschaften, Bausparkassen, Öffentliche Haushalte)

b) Bestände nichtfinanzieller Unternehmen (Industriebetriebe) und Organisationen ohne Erwerbscharakter (Vereine, Verbände, Gewerkschaften, Kirchen, Parteien)

c) Bestände von privaten Haushalten.

Bei einer kritischen Analyse der Kapitalangebotsseite wird der zunehmende Trend zur Institutionalisierung der Sparvorgänge erkennbar. Die Bedeutung der Kapitalsammelstellen hat in den letzten Jahren in starkem Maße zugenommen.[2]

---

1) vgl. Kurz, A.: a.a.O., S. 33 f

2) vgl. Christians, F. W.: Das Vertrauen der Anleger ist entscheidend, in: ZfK Nr. 13, 1969, S. 586

Die Banken haben am deutschen Rentenmarkt stets eine sehr wichtige Rolle gespielt. Die zeitweilig auffällige Zunahme der Rentenportefeuilles der Banken ist allerdings nicht in vollem Umfang mit einem jeweils erhöhten Anlagebedarf zu erklären.[1] Wie sich aus obiger Übersicht der Schichtung des Rentenbesitzes ergibt, sind nicht alle Zugänge bei den Banken als Daueranlage zu betrachten, so z.B. die Übernahme unverkaufter Emissionsreste durch Konsortialbanken, Erfüllung früherer Abnahmezusagen, Kursstützungskäufe usw. Dennoch kann festgestellt werden, daß auf längere Sicht auch für die Kreditinstitute die Anlage in festverzinslichen Wertpapieren ein wichtiger Teil des Aktivgeschäftes, der sich zur Zeit auf etwa 10 % beläuft, bleiben wird.[2]

Das Maß der Stabilität der Unterbringung wird durch verschiedene Faktoren bestimmt. Zunächst ist der Grad der Wahrscheinlichkeit des langfristigen Verbleibens der Rentenpapiere in einem Vermögen von der Funktion, die der Rentenbesitz innerhalb des Gesamtvermögens hat, abhängig. Läßt sich diese als "Anlagevermögen" charakterisieren, kann von einer stabilen Placierung gesprochen werden. Hat der Rentenbesitz dagegen mehr die Funktion von "Umlaufvermögen", muß seine Unterbringung als labil bezeichnet werden.

Daneben wird die Dauerhaftigkeit der Anlage durch die Empfindlichkeit, mit der die verschiedenen Käuferschichten auf äußere Einflüsse, wie z.B. Veränderungen der wirtschaftlichen Lage, politische Entwicklungen usw., reagieren, bestimmt[3]. Wie

---

1) vgl. GBbk 1964, S. 64

2) vgl. Verbandsbericht des Verbandes öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten e.V. 1969, S. 20

3) vgl. Kurz, A.: a.a.O., S. 32 f

stark diese Empfindlichkeit ausgeprägt ist, zeigt sich am jeweiligen Marktverhalten der Anleger. Das Studium der Berichte über die Entwicklungen am Rentenmarkt beweist, daß immer dann von einer "Verbesserung" der Käuferstruktur gesprochen wird, wenn sich der Anteil des sogenannten "Nichtbankensektors" vergrößerte und der Anteil der Banken geringer wurde. Darin kommt die Tatsache zum Ausdruck, daß die Kreditinstitute im allgemeinen auf äußere Umstände (z.B. eine durch die Bundesbank eingeleitete Liquiditätsverknappung) empfindlicher reagieren als Nichtbanken.

Obwohl heute die Anlage der privaten Sparer (die "stabilste Schicht" in obiger Übersicht) am Rentenmarkt, gemessen an ihrer gesamten Vermögensbildung, nicht unerheblich ist, fließt dennoch ein sehr breiter Strom an langfristigem Sparkapital zunächst in Form von Spargeldern zu den Kreditinstituten. "Langfristig bildet der stetige Zufluß von Spargeldern bei den Kreditinstituten eine solide Basis für ein sich im Volumen ausdehnendes Engagement in Rentenwerten."[1] Auf die grundsätzliche Bedeutung dieses Engagements der Banken für die in einigen Jahren sehr kräftigen Steigerungen des Rentenabsatzes weist die Bundesbank hin:

> "Insofern handelt es sich also bei der Ausweitung des Umlaufs festverzinslicher Wertpapiere um Geschäfte zwischen den Banken (Interbankgeschäfte), deren volkswirtschaftliche Bedeutung vor allem in der Fristentransformation besteht. Einerseits ermöglicht nämlich die Zwischenschaltung der Emissionsinstitute, daß den privaten und öffentlichen Kreditnehmern langfristige Kredite zur Verfügung gestellt werden können, andererseits müssen aber die letztlich kreditgebenden (die Schuldverschreibungen in ihren Bestand nehmenden) Banken nicht die starke Liquiditätsbindung auf sich nehmen, die mit der Gewährung langfristiger Direktkredite verbunden ist, sondern mit dem Wertpapiererwerb bilden sie An-

1) Deutsche Bank AG: Börsenbild 1969, S. 44

lagen, die - auch wenn sie mit einem Kursrisiko behaftet sind - als jederzeit veräußerliche Werte angesehen werden können und die nach den traditionellen (für die Sparkassen sogar in den Satzungen verankerten) Vorstellungen der Struktur ihrer Passivseite besser Rechnung tragen als ein zu starkes Engagement in langfristigen Direktkrediten. Was die Sparer selbst nicht zu tun bereit sind, wenn sie Bankeinlagen gegenüber Wertpapieren bevorzugen, holen Banken und Sparkassen gleichsam nach, indem sie selbst Wertpapiere kaufen."[1)]

2) Ersparnis und Vermögensbildung der Sektoren unter besonderer Berücksichtigung der privaten Haushalte

Auf die Bedeutung der privaten Anleger für den Rentenmarkt wurde bereits hingewiesen. Dieser unserer Meinung nach wichtigsten Gruppe innerhalb des Nichtbankensektors wird auch in den weiteren Ausführungen ein relativ breiter Raum gewidmet. Im folgenden soll untersucht werden, ob der Prozeß des Sparens und der der Vermögensbildung des privaten Sektors im Untersuchungszeitraum Besonderheiten aufweisen und inwieweit dadurch der Markt beeinflußt wird.

Zunächst ist festzuhalten, daß die Sicherung einer ausreichenden Sparkapitalbildung zu den fundamentalen Aufgaben einer Volkswirtschaft gehört. Das Sparen stellt nicht nur die Finanzierungsbasis der Investitionen dar, sondern bildet auch die wichtigste Voraussetzung für ein inflationsfreies Wirtschaftswachstum.[2)]

---

1) GBbk 1967, S. 68 f

2) Zur Sparkapitalbildung aus bankbetrieblicher Sicht vgl. Sparkapitalbildung in der Schweiz, Zürich 1966, Sonderdruck der Schweizerischen Bankgesellschaft, S. 1 ff

Rückblickend lassen sich hinsichtlich der Beteiligung der einzelnen Sektoren an der gesamtwirtschaftlichen Ersparnisbildung deutliche Verschiebungen feststellen.[1)]

Der Anteil der privaten Haushalte hat sich von 16 % im Jahre 1950 auf 50 % im Jahre 1967 erhöht. 1968 und 1969 betrug die Quote jeweils 40 %. Ein Bild über die strukturelle Entwicklung der Sparanteile der Sektoren im Zeitablauf vermittelt Tabelle IV (Anhang). Nach dem Krieg entfielen zunächst - in Umkehrung der Verteilung in den Vorkriegsperioden - etwa zwei Drittel des gesamten Sparaufkommens auf Unternehmen und Staat. Erst 1961 bahnte sich ein Strukturwandel insoweit an, als erstmals die Sparquote der privaten Haushalte größer war als diejenige der Unternehmen. Aus diesem Wandel ergeben sich entscheidende Aspekte für den Kreditmarkt. Vor allem zeigt der gesamtwirtschaftliche Sparprozeß, daß im Hinblick auf den Mittelbedarf und die Finanzierungsformen der Unternehmungen der Verstärkung der Sparformen mit größerer Bindungsintensität eine entscheidende Bedeutung zukommt.[2)]

Ein sehr positives Bild der Entwicklung der privaten Ersparnisbildung läßt sich aus Tabelle V (Anhang) ablesen. Die laufende Ersparnis war 1969 mit 47,2 Mrd. DM mehr als zwanzigmal so hoch wie 1950 und doppelt so hoch wie 1963. Die Sparquote erreichte

---

1) vgl. Volkswirtschaftliche Studiengruppe: Europäische Kapitalmärkte, 1966, S. 28 f; vgl. besonders: Die Vermögensbildung und ihre Finanzierung, in: MoBbk Nr. 7, 1960, S. 55; Nr. 6, 1961, S. 3; Nr. 7, 1962, S. 57; Nr. 5, 1963, S. 3; Nr. 4, 1964, S. 3; Nr. 4, 1965, S. 3; Nr. 4, 1966, S. 13; Nr. 4, 1967, S. 3; Nr. 4, 1968, S. 11; Nr. 5, 1969, S. 9; Nr. 5, 1970, S. 11

2) vgl. Gutscher, J.: Gefüge und gegenseitige Abhängigkeit der Beteiligungsmärkte unter besonderer Berücksichtigung der Sparleistung, Diss. Mannheim, 1964, S. 100
vgl. auch die regelmäßig in den MoBbk veröffentlichten Analysen der gesamtwirtschaftlichen Vermögensbildung und Ersparnis

in den Jahren 1965 (12,2 %) und 1969 (12,4 %) die bisherigen Höchstwerte. Ob eine weitere Steigerung in den nächsten Jahren wahrscheinlich ist, läßt sich heute - wegen der nur mangelhaften primärstatistischen Unterlagen für eine Ersparnisprognose - nicht vorausbestimmen.[1] Wenngleich in der gegenwärtigen Situation eine gewisse Stagnation bei 11 bis 12 % festgestellt werden kann, ist ein tendenzieller Rückgang der Sparquote nicht sehr warscheinlich.[2] Auf die Grenzen einer weiteren Steigerung der Sparquote weist Chevallerie hin: "Ohne Zweifel ist die Sparquote ... kräftig gestiegen. Dennoch sollte man eher von einer Normalisierung der Spargewohnheiten sprechen als von einem empirischen Beweis für die Zugkraft der bekannten Sparfunktion, nach der überproportional zum Einkommenszuwachs gespart wird. Höhere Einkommen setzen auch höhere Verbrauchsnormen."[3]

Abschließend soll noch kurz auf die Formen der privaten Ersparnisse eingegangen werden. Bei einem Vergleich der Jahre 1924 - 1929 mit der Zeitspanne 1950 - 1959 ergeben sich interessante Aufschlüsse über den Strukturwandel in der Anlagepolitik der Sparer. Während im erstgenannten Zeitraum - nach Überwindung der Inflation - der Anteil des Effektenerwerbs etwa 42 % der gesamten Ersparnisbildung betrug, bestand 1950 - 1959 zwischen institutionellem Nominal- und Wertpapiersparen ein Verhältnis von etwa 4 : 1, und das Nominalsparen stellte sich im Verhält-

---

1) vgl. Becker, W.-D.: Mehr Vorsichtssparen, in: Wirtschaftswoche (früher: Volkswirt) Nr. 52, 1970, S. 10

2) vgl. Wende, E.: Rückgang der privaten Spartätigkeit? In: Wochenbericht des DIW Nr. 37, 1970, S. 267 f
vgl. auch Mitteilungen und Kommentare zur Geldwertstabilität, herausgegeben von der Gemeinschaft zum Schutze der deutschen Sparer, vom 24.3.70, S. 3

3) vgl. Chevallerie, O. de la: Die Verteilung des Vermögenszuwachses in der BRD seit 1950, Berlin 1968, S. 58

nis zum Rentensparen sogar auf 7 : 1.[1] Die langfristige Strukturwandlung der Geldvermögensbildung zu ungunsten des Wertpapiermarktes zeigt sich bei einem solchen Vergleich recht deutlich.[2] Die Abneigung für Sparformen mit verstärkter Bindungsintensität führte zur Dominanz des konsumnahen institutionellen Nominalsparens mit der Folge, daß die Sparformen den Investitionszwecken kaum entsprachen.[3]

Die veränderte Struktur der privaten Geldvermögensbildung seit 1969 (vgl. Tabelle VI im Anhang) - Abnahme der anteiligen längerfristigen Sparmittel bei Banken von 54,1 % (1968) auf 35,8 % (1. Hj. 1970) - läßt auf ein erheblich stärker ausgeprägtes Zinsbewußtsein als bisher schließen.[4] Ob die Verschiebung der Anlagepräferenzen der privaten Haushalte dauerhaft sein wird und damit eine Tendenzwende bedeutet oder ob die gegenwärtige Struktur nur auf das in der Nachkriegszeit bisher höchste Zinsniveau zurückzuführen ist, läßt sich jetzt noch nicht beurteilen. Es ist unserer Meinung nach jedoch nicht gerechtfertigt, nach so kurzer Zeit von einer grundlegenden Strukturänderung beim privaten Sparprozeß zu sprechen, wie dies häufig schon der Fall ist.[5] [6]

---

1) vgl. Gutscher, J.: a.a.O.: S. 100

2) vgl. Dannemann, W.: a.a.O., S. 66 f; Strathus, H.: Artikel Kapitalmarkt, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen Band II Frankfurt/M. 1957, S. 979

3) vgl. Gutscher, J.: a.a.O., S. 100; vgl. auch Reichl, H.: a.a.O., S. 177 ff

4) vgl. MoBbk Nr. 5, 1970, S. 20 und Nr. 10, 1970, S. 15

5) vgl. Jahresbericht des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes 1969, S. 7

6) In einzelnen Jahren wurden nämlich bereits ähnlich hohe Anteilswerte der Ersparnisanlage in Wertpapieren erreicht: 1961 (21,2 %), 1962 (19,0), 1964 (22,5 %), 1965 (21,0 %)

Eine echte Tendenzwende tritt erst dann ein, wenn die bis 1965 erreichten Anteilswerte auf die Dauer und nachhaltig überschritten werden.

3) Die Anlegergruppen und ihre Marktanteile

a) Kapitalangebot und Kapitalzins

Die strukturelle Zusammensetzung der Käufer entscheidet über die Kontinuität und das Wachstum des Kapitalstromes, mit dem die Kapitalnachfrage gespeist wird. Dabei kann von der Tatsache ausgegangen werden, daß auf dem Rentenmarkt die Preisbildung durch Angebot und Nachfrage frei und weitgehend nach den Regeln der vollständigen Konkurrenz erfolgt.[1] Das Zusammenwirken von Angebot und Nachfrage drückt sich in den Schwankungen der Kapitalzinsentwicklung aus. In diesem Zusammenhang taucht die interessante Frage auf, wann mittelfristige Veränderungen der Rendite dem Verhalten der Anleger (und nicht dem der Emittenten) zuzurechnen sind und ob es für eine solche Aussage überhaupt einen einigermaßen brauchbaren Maßstab gibt. Da genaue Informationen darüber, welche Kapitalbeträge bei verschieden hohen Zinssätzen jeweils angeboten bzw. nachgefragt werden und wie diese sich im Zeitablauf entwickeln, fehlen, kann den Schwankungen des Kapitalzinses[2] die Entwicklung des Emissionsvolumens als Hilfsgröße gegenübergestellt werden. Somogyi[3] kommt bei

---

1) vgl. Häuser, K., Somogyi, J.: I. Allgemeine Entwicklung des Kapitalmarktes in der BRD seit 1957 - II. Ursachen der mittelfristigen Schwankungen des Emissionsvolumens und der Rendite festverzinslicher Wertpapiere, Sonderdruck, Frankfurt/M.1968, S. 14

2) Durchschnittliche Rendite festverzinslicher Wertpapiere

3) vgl. Häuser, K., Somogyi, J.: a.a.O., S. 15

seinen theoretischen Überlegungen zu dem Schluß, daß in den Fällen, in denen Schwankungen in der Zeitreihe der Rendite und Änderungen des Emissionsvolumens gegenläufig sind, der verursachende Faktor auf eine Ab- bzw. Zunahme des Kapitalangebotes zurückzuführen ist.

Der Charakter des Käufermarktes zeigt sich besonders deutlich bei der Analyse der mittelfristigen Entwicklung in den Perioden von 1950 bis 1961 und 1965 bis 1967.

> "Während für die langfristige Betrachtung schon rein theoretische Überlegungen eine gewisse gegenseitige Anpassung von Angebot und Nachfrage nahelegen würden, ergibt sich für die kurz- und mittelfristige Sicht ein anderes Resultat.... Bei ... mittelfristigen Schwankungen des Angebots oder der Nachfrage können wir nicht mehr erwarten, daß sich durch eine Anpassung der einen Seite des Marktes an die andere Spannungen zwischen Angebot und Nachfrage vermeiden lassen. Wir können dabei beobachten, daß den mittelfristigen Abnahmen des Emissionsvolumens jeweils Zunahmen der Rentenrendite entsprechen, während Erhöhungen des Emissionsvolumens von einem Rückgang der Rendite begleitet werden."[1)]

Aus dieser Gegenläufigkeit der beiden Zeitreihen kann darauf geschlossen werden, daß die mittelfristigen Schwankungen des Emissionsvolumens vorwiegend durch das Marktverhalten der Anleger verursacht wurden.

Daneben kann bei der Betrachtung der Schwankungen der Nettoemissionen eine enge Korrelation mit den Änderungen des Erwerbs festverzinslicher Wertpapiere durch die Kreditinstitute festgestellt werden. Diese starke Abhängigkeit der Entwicklung des Rentenmarktes von der Anlagepolitik der Banken - bedingt durch deren durchschnittlich sehr hohen Anteilswert am Rentenerwerb - stellt eine charakteristische Größe dar, die bei den weiteren Überlegungen entsprechende Berücksichtigung finden

---

1) Häuser, K., Somogyi, J.: a.a.O., S. 16 f

muß. Wenn oben festgestellt wurde, daß die mittelfristigen Schwankungen des Emissionsvolumens im wesentlichen auf Änderungen des Kapitalangebots zurückzuführen sind, so wird unter Einbeziehung der Rolle, die die Banken als potentielle Rentenerwerber spielen, klar, daß die Abhängigkeit der Emittenten von der Aufnahmefähigkeit der Kreditinstitute als negativer Faktor für die Stabilität des gesamten Marktes gewertet werden muß.

Diese zunächst sehr globale Analyse der Anlegerseite hat gezeigt, daß die Lage am Rentenmarkt bis heute hauptsächlich von den Aktivitäten und dem Marktverhalten der Käufer bestimmt wird. Im folgenden soll auf die einzelnen Anlegergruppen und ihre Marktanteile eingegangen werden.

b) Die Marktanteile im einzelnen

ba) Entwicklung im ersten Nachkriegsjahrzehnt

Die Entwicklung des Erstabsatzes im ersten Nachkriegsjahrzehnt wird an Hand der seit 1951 von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten, nach Zeichnergruppen gegliederten Erhebungsergebnisse aufgezeigt.

Tab. 6

Der unmittelbare Erstabsatz von inländischen festverzinslichen Wertpapieren nach Zeichnergruppen (i.v.H. des aufteilbaren [1] Absatzes)

Jahr	Pfandbriefe und Komm. Obl.				Industrie-Obligationen				öffentliche Anleihen				Festverzinsl. insgesamt			
	Öffentl. Stellen	Kredit-inst.	sonst. Wirtsch.	Private	Öffentl. Stellen	Kredit-inst.	sonst. Wirtsch.	Private	Öffentl. Stellen	Kredit-inst.	sonst. Wirtsch.	Private	Öffentl. Stellen	Kredit-inst.	sonst. Wirtsch.	Private
1951	77	19		4	13	78		9					71			
1952	75	17		7	9	57		34					63			
1953	47	44		9	16	69		15					45			
1954	28	52	13	7	6	20	67	7	5	43	33	9				
1955	24	63	9	4	9	21	70	0	36	43	8	8				
1956	60	28	7	5	2	38	13	47	35	41	12	14				
1957	23	67	5	5	3	33	15	48	20	46	14	20				
1958/I	20	73	4	3	3	34	19	44	11	50	16	24				
1958/II	15	78	4	3	2	36	19	43	9	68	12	13				
1959	16	72	8	4	6	37	20	37	5	71	3	12				

1) Zwischen 90 % und 100 % des Gesamtabsatzes der betreffenden Wertpapierarten; ab Juli 1954 einschl. Westberlin

2) Einschließlich mittelbarer Erstabsatz an Private, Wirtschaftsunternehmen und öffentliche Stellen.

Quelle: Roth, H. J.: a.a.O., S. 215 (nach Angaben der Deutschen Bundesbank)

Trotz des beschränkten Aussagewertes[1] einer solchen Erstzeichner-Statistik lassen sich einige aufschlußreiche Ergebnisse aus der obigen Tabelle ablesen. Beim Gesamtabsatz ist festzuhalten, daß zunächst die öffentlichen Stellen den überwiegenden Teil der aufgelegten Wertpapiere aufgenommen und damit viel zu

1) vgl. S. 37 ff

einem Funktionieren des Rentenmarktes beigetragen haben. Diese Führungsrolle gaben sie Ende 1952 - nach Inkrafttreten des ersten Kapitalmarktförderungsgesetzes - an die Banken, deren Anteil bereits 1955 die 50 %-Grenze überschritt, ab.[1] Die schwankenden Anteile der Privaten spiegeln die instabile Lage des Marktes in der Wiederaufbauphase und den - im Vergleich zu Vorkriegsperioden - sehr starken Rückgang des individuellen Wertpapiersparens wider.

Neben der auffälligen Verschiebung des Aufkommens an längerfristigen Geldmitteln für die Investitionsfinanzierung zugunsten der öffentlichen Haushaltmittel und der Selbstfinanzierung, die Ehrlicher[2] in seiner Untersuchung nachweisen konnte, sind bedeutende Wandlungen sowohl innerhalb des Kapitalmarktes als auch in seinem Zentrum, dem Wertpapiermarkt, eingetreten. So ging der Anteil der in Wertpapieren angelegten Kapitalmarktmittel gegenüber der Vorkriegszeit von 70 % auf durchschnittlich 33 % zurück.[3]

Der sprunghafte Rückgang des Absatzes festverzinslicher Wertpapiere an öffentliche Stellen im Jahre 1957 ist hauptsächlich auf die infolge der Rentenreform wesentlich gekürzten Überschüsse der Sozialversicherung zurückzuführen. Das Ausmaß, in welchem die Sozialversicherung zur volkswirtschaftlichen Kapitalbildung beitragen und dem Kapitalmarkt Mittel zur Verfügung stellen kann, ist von den vom Gesetzgeber bestimmten Finanzierungs- und Deckungsverfahren abhängig. Durch den Übergang von

---

1) vgl. Roth, H. J.: Die Sparfähigkeit und die Sparwilligkeit als Komponenten der Spartätigkeit und die Auswirkungen ihrer Wandlungen auf die private Geldkapitalbildung im Gebiet der heutigen BRD in den Jahren 1933 - 1959, Diss. München 1964, S. 215

2) vgl. Ehrlicher, W.: Geldkapitalbildung und Realkapitalbildung, Tübingen 1956, S. 162 f

3) vgl. Roth, H. J.: a.a.O., S. 212

der Ganzheits- zur Abschnittsdeckung im Rahmen der Rentenreform von 1957 ging die relative Bedeutung der Sozialversicherung als Kapitalsammelstelle schlagartig zurück.[1)]

Die sehr unterschiedlichen Anteile der vier Käufergruppen am Absatz der einzelnen Wertpapierarten lassen nur unter Einschränkungen Schlüsse auf deren Anlagepolitik zu, da in der Spalte der Kreditinstitute auch der mittelbare Absatz an Private, Wirtschaftsunternehmen und öffentliche Stellen (sogenannte Weiterplacierung) enthalten ist. Interessant ist jedoch, daß ein Großteil der Industrieobligationen bei Privaten untergebracht werden konnte. Daneben bevorzugten diese öffentliche Anleihen, während sie als unmittelbare Abnehmer von Bankobligationen eine untergeordnete Rolle spielten. Die öffentlichen Stellen traten hauptsächlich als Käufer von Pfandbriefen, Kommunalobligationen und in geringerem Umfang von öffentlichen Anleihen auf. Wichtigste Abnehmer von Pfandbriefen, Kommunalobligationen und öffentlichen Anleihen waren jedoch - ihrem hohen Gesamtanteil entsprechend - die Banken. Die sonstigen Wirtschaftsunternehmen - vor allem die Versicherungen - kauften bevorzugt Industrieobligationen und öffentliche Anleihen.

Zur genauen Darstellung des Wertpapiersparens der privaten Haushalte genügen die ausgewiesenen Zahlen nicht, da sie nur den Ersterwerb beinhalten. Soll die effektive Unterbringung bei der privaten Kundschaft errechnet werden, ist zunächst der sogenannte mittelbare private Ersterwerb als Differenz zwischen dem Ersterwerb der Kreditinstitute und der Zunahme oder Abnahme

---

1) vgl. Hansen, H.: Der Einfluß der Rentenreform auf die Sozialversicherung als Kapitalsammler, in: Anlagepolitik der Kapitalsammelstellen, Beilage zu Volkswirt Nr. 42 vom 15.10.1960

ihres Bestandes an Wertpapieren und Konsortialbeteiligungen annähernd zu bestimmen. Der Wertpapiererwerb der privaten Haushalte ist nach der Zurechnung des mittelbaren Erstabsatzes noch dahingehend zu korrigieren, daß der mittel- und unmittelbare Erwerb durch nichtinstitutionelle private Unternehmungen einschließlich Versicherungen abzusetzen ist.[1)]

bb) Streuung des Wertpapierbesitzes heute

Die augenblickliche Streuung des Wertpapierbesitzes läßt sich mit Hilfe der Ergebnisse der regelmäßigen Depot-Erhebungen der Deutschen Bundesbank, die seit 1962 durchgeführt und laufend verfeinert wurden, darstellen. Die folgenden beiden Tabellen (Tabelle 7 und 8) geben einen recht guten Überblick über die Unterbringung von DM-Schuldverschreibungen sowie über den Besitz an Schuldverschreibungen inländischer Emittenten nach Wertpapierarten.

Unterbringung von festverzinslichen Wertpapieren

In Tabelle 7 fällt zunächst auf, daß die Bemühungen, den Marktanteil der Banken zu verringern (möglichst zugunsten der Privaten), nur bis 1964/65 erfolgversprechend waren. Seitdem sind die Eigenbestände von ca. 35 % wieder auf 50 % der Ende 1969 umlaufenden festverzinslichen Wertpapiere inländischer Emittenten (145 Mrd. DM) gestiegen. Die inländischen Kreditinstitute

---

1) Eine solche Berechnung - die natürlich weitgehend auf Schätzwerten basiert - hat Roth in seiner Untersuchung für die Jahre 1933 - 1959 vorgenommen. Deutlich kommt dabei die - gegenüber den anderen Sparformen - vergleichsweise große Empfindlichkeit des Wertpapiersparens zum Ausdruck, das nach wirtschaftlichen Erschütterungen am längsten zur Erholung braucht.
Vgl. Roth, H. J.: a.a.O., S. 216 ff; vgl. auch Strathus, H.: Kapitalmarktpolitik gestern und heute, in: Wertpapier und Sparer, Beilage zu Volkswirt Nr. 16, 1955, S. 7; GBdL 1954, S. 63; MoBbk Nr. 7, 1960, S. 96

(einschl. Bundesbank) bilden damit derzeit mit Abstand die größte Gläubigergruppe am Rentenmarkt.

Tab. 7

Unterbringung von DM-Schuldverschreibungen (in % des Umlaufs)

	Inländ. Emittenten								Ausl. Emittenten
	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1969
Wertpapiere im Umlauf	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Eigenbestände[1]	37,0	36,1	35,9	34,8	37,6	42,8	48,4	50,1	18,8
Depotbestände (zus.)[2]	57,7	58,7	57,3	57,8	57,2	51,0	47,5	46,4	66,7
davon:									
Privatpersonen	-	-	19,8	21,3	21,4	20,8	19,2	18,3	17,8
Organisationen ohne Erwerbscharakter	-	-	-	-	-	-	1,8	1,9	0,9
Fonds von Kapitalanlagegesellsch.	-	-	-	-	-	0,4	1,0	1,7	2,9
Versicherungen	-	-	-	-	-	14,5	9,4	10,0	3,5
Nichtfinanzielle Unternehmen	-	-	-	-	-		4,8	5,0	3,0
Sozialversicherung	-	-	-	-	-	12,4	6,2	5,1	0,1
sonst. öff. Haushalte	-	-	-	-	-		2,5	2,4	0,5
Ausländer[3]	-	-	4,9	3,9	4,1	2,9	2,5	2,0	38,0
Nicht aufgliederbarer Rest	5,3	5,2	6,8	7,4	5,2	6,2	4,1	3,5	14,5

1) inländischer Kreditinstitute (einschl. Bundesbank)

2) einschließlich nicht aufgliederbarer Rest

3) Ausl. Nichtbanken und ausl. Kreditinstitute

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank

18,3 % des Umlaufs entfällt auf den Depotbesitz inländischer Privatpersonen, die nach den Kreditinstituten die wichtigste Anlegerschicht darstellen. Obwohl ihr Anteil in den vergangenen Jahren leicht zurückging, gibt es Anzeichen dafür, daß diese Tendenz nicht langfristig zu sein scheint. So stieg infolge der kräftigen Zunahme der Rentendepots der Investmentfonds deren Anteil innerhalb eines Jahres von 1 % auf 1,7 %. Da sich die Vermögenswerte dieser Fonds entsprechend der Unterbringung der Investmentzertifikate wirtschaftlich überwiegend im Eigentum von Privatpersonen befinden, ist der Rückgang des Anteils der Privatpersonen am Gesamtumlauf inländischer Rentenwerte entsprechend geringer zu veranschlagen.[1)]

Die Bedeutung der Versicherungsunternehmen liegt vor allem in der relativen Stetigkeit mit der ihre beträchtlichen Mittel für Vermögensanlagen zur Verfügung stehen. Das Gewicht ihrer Wertpapierkäufe bleibt jedoch weit hinter dem Engagement der Banken zurück.[2)] Immerhin beträgt ihr Anteil 1969 10 % und stellt neben der privaten Anlage einen bedeutsamen Stabilisierungsfaktor für den Gesamtmarkt dar.

Auf die geringe Bedeutung der Sozialversicherung, die nur mehr mit insgesamt 5 % am Markt beteiligt ist, wurde bereits hingewiesen.[3)]

---

1) vgl. Die Streuung des Wertpapierbesitzes, in: MoBbk Nr. 8, 1970, S. 24

2) vgl. Dresdner Bank: Wirtschaftsberichte Nr. 4, 1965, S. 11

3) Interessant ist in diesem Zusammenhang ein Vergleich mit der Schweiz. Nach Angaben der Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute sind ca. 50 % der von diesem Institut ausgegebenen Pfandbriefe durch den Ausgleichsfonds der Alters- und Hinterlassenenversicherung fest übernommen worden.

Der Depotbesitz der Ausländer hat sich seit 1964 (4,9 %) um mehr als die Hälfte verkleinert (1969: 2 %).

Die Besitzverteilung der auf DM lautenden Auslandsanleihen wurde erstmals 1969 erfaßt. Besonders auffällig sind hier der geringe Eigenbestand der Banken (18,8 %) und der hohe Anteil der Depotbestände (66,7 %). Nahezu der gleiche Anteilsatz wie bei inländischen Werten (17,8 %) entfällt auf die inländischen Privatpersonen, während Ausländer insgesamt 38 % auf sich vereinigen können. In den Depots der Investmentfonds waren die Auslandsanleihen - wahrscheinlich wegen der zum Zeitpunkt des Erwerbs höheren Rendite - prozentual stärker vertreten als inländische Schuldverschreibungen.[1)]

Besitz an Schuldverschreibungen inländischer Emittenten nach Wertpapierarten

Tabelle 8 läßt erkennen, daß die Zusammensetzung der Eigenbestände der Kreditinstitute weitgehend mit der Struktur des Rentenumlaufs übereinstimmt. Eine Ausnahme bilden die Industrieobligationen, deren unterproportionaler Anteil durch ein etwas größeres Engagement in Bankschuldverschreibungen ausgeglichen wird.

Die Privatpersonen haben rund 20 % weniger als Kreditinstitute in Bankobligationen angelegt. Dafür liegt bei ihnen der Anteil der Bundes- und Industrieanleihen um jeweils 10 % höher.

---

1) vgl. Die Streuung des Wertpapierbesitzes, in MoBbk Nr. 8, 1970, S. 27

Tab. 8

Der Besitz an Schuldverschreibungen inländischer Emittenten nach Wertpapierarten[1]
(in % der Schuldverschreibungen insgesamt)

	Bankschuldverschreibungen			Anleihen des Bundes, der Länder und Gemeinden			darunter: Anleihen der Bundesbahn und der Bundespost			Industrieobligationen		
	1967	1968	1969	1967	1968	1969	1967	1968	1969	1967	1968	1969
Umlauf	70,6	70,7	73,1	22,9	23,4	21,7	8,1	8,2	7,8	6,5	5,9	5,2
inländ. Kreditinst. (einschl. Bundesbank)	75,3	75,6	77,9	22,6	23,0	20,9	-	9,1	8,3	2,1	1,4	1,2
Privatpersonen	58,0	56,9	57,6	27,8	29,3	29,3	-	9,3	9,1	14,2	13,8	13,1
Organisationen ohne Erwerbscharakter	-	64,8	64,1	-	26,0	26,8	-	9,1	9,9	-	9,2	9,1
Fonds von Kapitalanlagegesellsch.	50,3	65,6	78,2	17,2	15,7	8,9	-	5,4	3,8	32,5	18,7	12,9
Versicherungen	70,6	79,2	80,9	20,5	13,9	13,3	-	3,2	3,6	8,9	6,9	5,8
Nichtfinanz. Unternehm.		64,7	67,5		25,2	23,1		7,8	8,7		10,1	9,4
Sozialversicherungen	83,4	82,8	85,7	15,5	16,8	13,6	-	3,9	3,5	1,1	0,4	0,7
sonst. öff. Haushalte		82,9	81,3		14,5	16,8	-	3,9	3,2		2,6	1,9
Ausländer	26,0	28,8	30,4	47,2	48,8	42,0	-	20,1	19,6	26,8	22,4	27,6
Nicht aufgliederbarer Rest	76,5	70,0	74,6	17,7	21,2	22,1	-	6,5	8,2	5,8	8,8	3,3

1) vom Besitz der inländischen Nichtbanken und Ausländer sind nur Wertpapieranlagen erfaßt, die in Depots bei inländischen Kreditinstituten unterhalten werden.

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank

Die Depots der Organisationen ohne Erwerbscharakter[1] und der nichtfinanziellen Unternehmen[2] unterscheiden sich in ihrer Struktur nicht wesentlich von der der Privaten.

Eine auffällige Strukturänderung der Depots ist bei den Kapitalanlagegesellschaften festzustellen, deren Anteil an Bankschuldverschreibungen innerhalb von zwei Jahren von 50 % auf fast 80 % angewachsen ist, während sich die anteiligen Bestände der Bundes- und Industrieanleihen entsprechend verringerten.

Ebenfalls auf 80 % stellt sich der Anteil der Bankschuldverschreibungen bei den Versicherungen, die daneben mit 13 % etwa doppelt soviel in Bundes- wie in Industrieanleihen angelegt haben. In den Depots der Sozialversicherung und der sonstigen öffentlichen Haushalte sind fast ausschließlich Bankobligationen und Bundesanleihen vertreten.

Schließlich muß noch die Depotstruktur der Ausländer erwähnt werden, die sich von der der übrigen Gruppen stark unterscheidet. Hier überwiegen die Bundesanleihen - mit allerdings leicht rückläufiger Tendenz, während Bankschuldverschreibungen und Industrieanleihen mit jeweils rund 30 % gleichwertig vertreten sind.

Die folgende Graphik, in der die Entwicklung des Nettoerwerbs von festverzinslichen Wertpapieren durch die einzelnen Käufer-

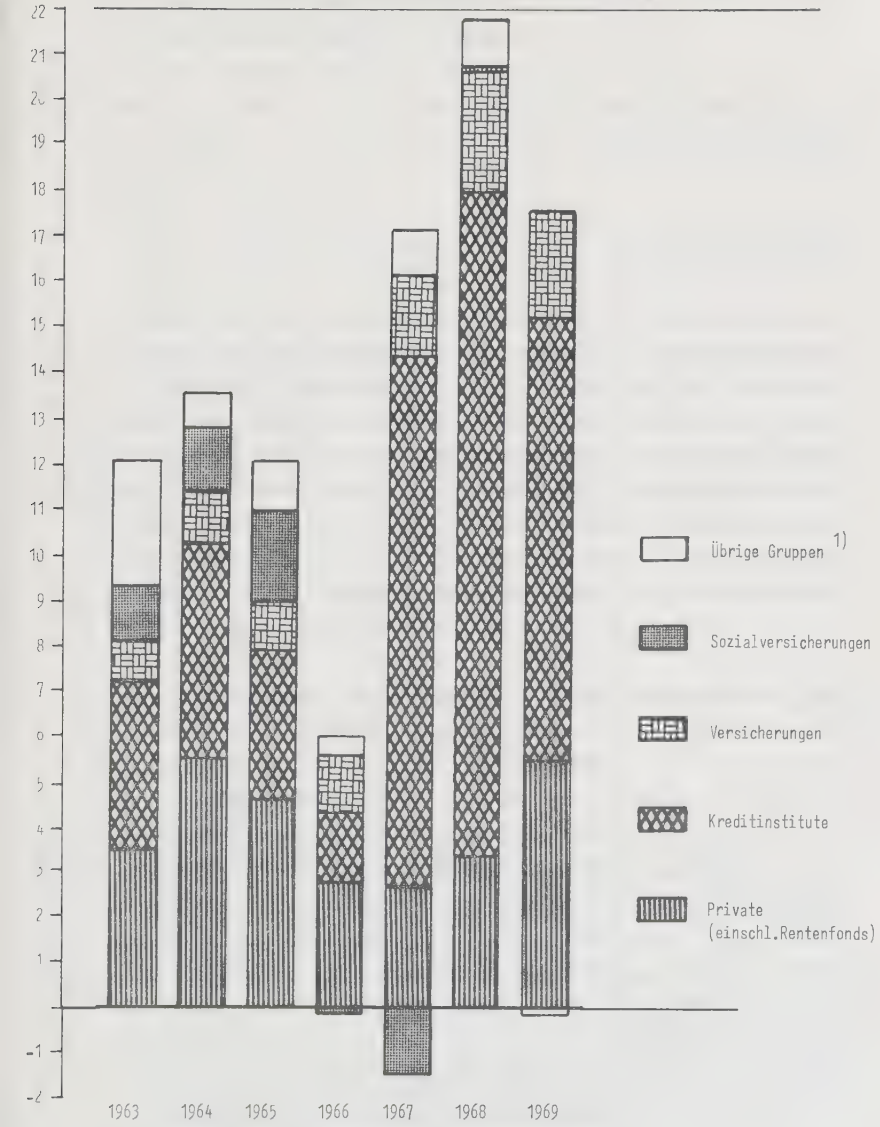
---

1) Dazu gehören Vereine, Gewerkschaften, Parteien, Kirchen, karitative und andere Verbände

2) Industrie- und öffentliche Erwerbsbetriebe (insbesondere Bundesbahn und Bundespost)

Schaubild 2

Netto-Erwerb von festverzinslichen Wertpapieren durch die einzelnen Käufergruppen 1963 bis 1969



1) Bausparkassen, Gebietskörperschaften, Unternehmen, Ausländer

Quelle: Deutsche Pfandbriefanstalt, Geschäftsbericht 1969

gruppen in den letzten Jahren dargestellt wird, zeigt, welches Gewicht den verschiedenen Anlegern beizumessen ist. Besonders deutlich wird dabei noch einmal die Sonderstellung der Kreditinstitute zum Ausdruck gebracht. Daneben beweist die graphische Darstellung in eindrucksvoller Weise die Empfindlichkeit der privaten Käufer.

4. Zusammenfassung

Zusammenfassend läßt sich über die Anleger, die den Rentenmarkt mit Kapital versorgen und über den Wandel der relativen Bedeutung der einzelnen Gruppen folgendes sagen: Der jeweilige Anteil der verschiedenen Käufer am gesamten Kapitalaufkommen ist für die Entwicklung und die Stabilität des Marktes von entscheidender Bedeutung. Je nachdem wie der überwiegende Teil des Rentenmaterials untergebracht wird, kann das Gefüge des Rentenmarktes stabiler oder labiler sein. Es ist daher wichtig, Veränderungen in der relativen Beteiligung der einzelnen Gruppen festzustellen und ihre Auswirkungen zu analysieren.[1)]

Die Käuferstruktur der Nachkriegszeit ist durch das starke Engagement der Kreditinstitute gekennzeichnet. Der zweite große institutionelle Anleger sind die Versicherungen, die aufgrund der Langfristigkeit ihrer Mittel neben den Privaten als besonders geeignete Marktpartner gelten. Als Käufer ausgeschieden sind dagegen die Sozialversicherungen. Die Privaten spielten im Gegensatz zu vergleichbaren Vorkriegsperioden am Rentenmarkt eine weniger bedeutende Rolle. Die neueste Entwicklung deutet jedoch daraufhin, daß diese "stabilste" Käuferschicht in Zukunft ihre Marktstellung verbessern wird.

---

1) vgl. dazu Kurz, A.: a.a.O., S. 26

IV Stabilisierungsfaktoren für Angebot und Nachfrage

1. Regelung von Neuemissionen

Nach § 795 Abs. 1 BGB i.d.F. des Gesetzes über die staatliche Genehmigung der Ausgabe von Inhaber- und Orderschuldverschreibungen[1] dürfen auf Geld lautende Inhaberschuldverschreibungen[2] "nur mit staatlicher Genehmigung in den Verkehr gebracht werden". Staatsanleihen (Bund, Länder) bedürfen keiner Emissionsgenehmigung.[3] In erster Linie soll die Staatsaufsicht über die Emission von Schuldverschreibungen dem Schutze des anlagesuchenden Publikums dienen. Der erstmalige Einsatz dieses Instrumentes der Kapitalmarktpolitik im Juli 1965, als die Bundesregierung die Erteilung von Emissionsgenehmigungen für Inhaber-Schuldverschreibungen vorrübergehend einstellte, war nicht erfolgreich und zeigte, daß eine staatliche Emissionssperre zu einer Verbesserung der Marktsituation nicht beitragen kann.[4] Somit kommt der staatlichen Emissionsgenehmigung heute mehr formalrechtliche Bedeutung zu. Praktische Auswirkungen auf die Konkurrenzsituation am Markt selbst hat sie nicht.

Als wirksame Marktstütze hat sich dagegen der im Februar 1957 gegründete Zentrale Kapitalmarktausschuß[5] erwiesen, der sich

---

1) vom 26.6.1954, BGBl. I S. 147

2) Ebenso Orderschuldverschreibungen "wenn sie Teile einer Gesamtemission sind", § 808 a BGB

3) Zum Problem der Verfassungsmäßigkeit des § 795 BGB vgl. Bettermann, K. A.: Verfassungswidriger Emissionsstop, in: Der Betriebsberater, Nr. 16, 1969, S. 699 f

4) vgl. Wirtschaftsberichte der Dresdner Bank, Nr. 4, 1965, S. 9

5) Der Zentrale Kapitalmarktausschuß ist ein Organ freiwilliger Selbstkontrolle, dem elf Mitglieder angehören - 3 Delegierte von Kreditbanken und jeweils 4 Vertreter des Sparkassensektors sowie der Hypothekenbanken und öffentlich-rechtlicher Grundkreditanstalten -, die die an den Emissionen beteiligten Kreditinstitute repräsentieren. An den Sitzungen nimmt außerdem ein Mitglied es Bundesbankdirektoriums teil.

in Abstimmung mit den kredit- und liquditätspolitischen Maßnahmen der Bundesbank um eine marktgerechte Emissionspolitik bei öffentlichen Placierungen bemüht. Dem Gremium obliegt die zeitliche Abstimmung der Emissionen, die Beratung bezüglich des Volumens und der Ausstattung der Papiere, um ihre Anpassung an die Marktverhältnisse zu gewährleisten. "Die Arbeit des Ausschusses ist frei von staatlicher Beeinflussung. Seine Beschlüsse sind empfehlender Natur und werden nicht als autoritative Regulierung des Emissionsverfahrens empfunden."[1)]

Eine ähnliche freiwillige "konzertierte Aktion" liegt der Aufgabenstellung des sogenannten "Runden Tisches" zugrunde, dem Vertreter der Bundesregierung, der Länderregierungen und kommunaler Spitzenverbände sowie ein Repräsentant des Bundesbankdirektoriums angehören. Dieses Gremium etablierte sich im Sommer 1965 und tritt seitdem regelmäßig zu Besprechungen zusammen. Es kann heute festgestellt werden, daß die regulierende Einflußnahme des "Runden Tisches" auf die Emissionen von öffentlichen Anleihen immer wieder zu einer gewissen Stabilisierung der seit 1965 sehr angespannten Lage am Rentenmarkt beitragen konnte. Allerdings muß betont werden, daß die Wirksamkeit eines - teilweise monatelangen - totalen Emissionsstops niemals dazu beitragen kann, einen konjunkturbedingten Zinsanstieg abzubremsen und eine mittelfristig abnehmende Aufnahmebereitschaft der Anlegergruppen wieder zu steigern. Dauert eine vereinbarte Emissionspause zu lange, tritt der gewünschte Beruhigungseffekt nicht ein, weil ein zurückgestauter Bedarf umfangreicher Anleiheprojekte den Markt nicht weniger belastet als eine effektive Nachfrage.

---

1) Volkswirtschaftliche Studiengruppe der Amsterdam-Rotterdam Bank N.V., Deutsche Bank AG, Midland Bank Limited, Société Générale de Banque S.A. - Generale Bankmaatschappij N.V.: Europäische Kapitalmärkte, 1966, S. 33

Die Hauptfunktion der genannten Gremien kann deshalb ausschließlich in einer sinnvollen finanzpolitischen Planung und Koordination der Anleihewünsche bestehen. Die mittel- und langfristige Marktentwicklung läßt sich dagegen nicht beeinflussen.

2. Zinsen und Tilgungen

Als effiziente Stabilisierungsfaktoren des Rentenmarktes können die Erträge und Tilgungsrückflüsse, die sich umso positiver auswirken je "älter" der Markt wird, angesehen werden. Durch den steigenden Wertpapierumlauf wachsen die laufenden Zinszahlungen und Tilgungen, wodurch - unter der Voraussetzung, daß ein großer Teil dieser Mittel wieder in festverzinslichen Titeln angelegt wird - die Eigenalimentierung des Marktes ständig zunimmt.

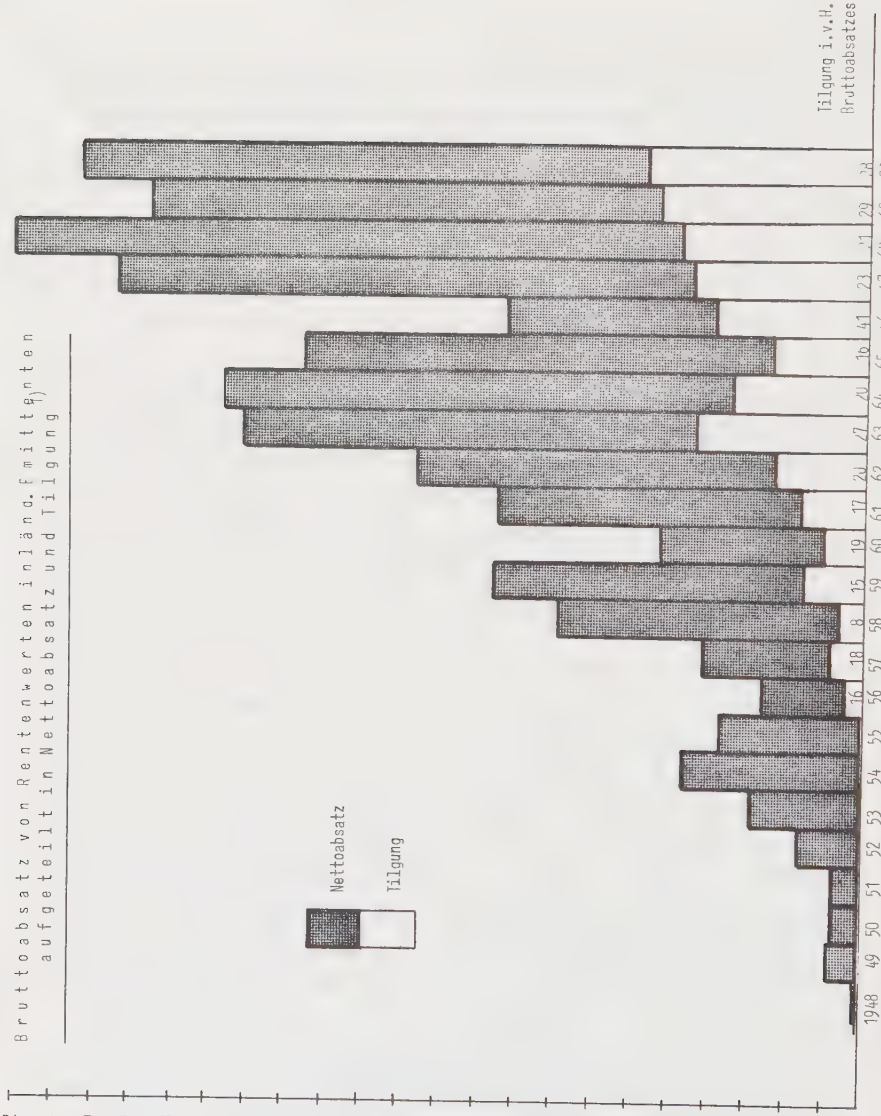
Wie aus der nachfolgenden Darstellung hervorgeht, verbessert sich das bisher ungünstige Verhältnis zwischen Brutto- und Nettoemissionen recht deutlich. Der deutsche Markt tritt langsam von der sogenannten "Wachstumsphase", in der er über wenig Eigenliquidität verfügte, in die sogenannte "Reifephase" ein. Während der Anleihemarkt in der Wachstumsphase - bedingt durch die ungünstige Altersstruktur - besonders liquiditäts- sowie zinsschwankungsanfällig ist und eine Verbreiterung des jährlichen Neu-Emissionsvolumens nur in dem Umfang möglich ist, in dem dem Markt über die Tilgungsquote hinaus Mittel "von außen" zufließen, kann ein "reifer" Anleihemarkt seine Neuemissionen in hohem Maße revolvierend aus den Tilgungsraten und Zinszahlungen der Altemissionen finanzieren.[1)]

---

1) vgl. Hankel, W.: Kapitalmarkt und Preisstabilität, in: Volkswirt Nr. 42, 1965, S. 2328

Schaubild 3

Bruttoabsatz von Rentenwerten inländ. Emittenten aufgeteilt in Nettoabsatz und Tilgung[1]



1) Ab 1969 ohne Bank-Namensschuldverschreibungen

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2

1969 wurden den privaten und institutionellen Anlegern über den Anleihemarkt aus Zinsen und Tilgungen rund 13 Mrd. DM - d.h. mehr als die Hälfte des Bruttoabsatzes an in- und ausländischen Emissionen - zur Verfügung gestellt.[1] Dieses Ergebnis weist daraufhin, wie stark die autonomen Marktkräfte sich nach einer nunmehr zwanzigjährigen Entwicklung gefestigt haben.

Die Tatsache, daß sich der Markt in wachsendem Umfang selbst alimentiert, darf jedoch nicht zu der Schlußfolgerung führen, Absatzschwierigkeiten werde es in den kommenden Jahren nur mehr in einem sehr geringen Ausmaß geben. Die Mittel, die jährlich in Form von Tilgungen und Zinsen zur Verfügung gestellt werden, fließen nicht automatisch wieder dem Rentenmarkt zu und die Aufnahmekapazität des Marktes wird auch in Zukunft von den Entscheidungen der Anlegergruppen determiniert.[2]

Neben den Tilgungen und Zinsen, die den Anlegern zufließen und die ein Stabilisierungselement auf der Kapitalangebotsseite darstellen, gibt es einen ähnlichen Stabilisierungsfaktor auf der Kapitalnachfrageseite. Zwanzig Jahre nach den ersten DM-Ausleihungen wird auch der Strom der Rückflüsse aus dem Hypothekengeschäft breiter und entwickelt sich zu einem wichtigen Marktfaktor. Die Rückflüsse finanzieren bei einigen Hypothekenbanken bereits ungefähr ein Drittel des Neugeschäfts, wobei das Angenehme dieser Refinanzierungsart darin liegt, daß die Rückflußmittel zu pari eingehen und die Emissionskosten längst abgebucht sind.[3] Einerseits gewährleisten die rückfließenden

---

1) vgl. Geschäftsbericht des Verbandes privater Hypothekenbanken 1969, S. 19

2) So war der Rentenmarkt 1966 z.B. nicht in der Lage, Mittel in Höhe der eigenen Erträge an sich zu ziehen. Die Zinszahlungen beliefen sich - vor Steuern auf Einkommen und Ertrag - auf ca. 5,6 Mrd., während der Nettoabsatz ca. 5,5 Mrd. betrug. Vgl. Dresdner Bank: Kapitalmarkt und Börse 1966, S. 19

3) vgl. Zaubermittel Rückflüsse, in ZfK 1968, S. 315

Mittel den Hypothekenbanken eine gewisse Unabhängigkeit vom Rentenmarkt, andererseits wird durch sie jedoch auch die in letzter Zeit lebhaft diskutierte Problematik der Laufzeitkongruenz von Hypothek und Pfandbrief besonders deutlich.

C. Das Marktverhalten der Emittenten und Anleger

I. Ziele und Verhaltensmotive der Emittenten

1. Interessenlage

a) Kapitalbeschaffung der Realkreditinstitute

Die Strukturanalyse des Rentenmarktes hat ergeben, daß die Realkreditinstitute als Emittenten eine beherrschende Marktstellung innehaben. Im Aktivgeschäft gewähren sie Hypothekarkredite für Wohnungsbau und sonstige Grundstücks- und Baufinanzierung und konkurrieren dabei mit dem sogenannten "nichtorganisierten" Hypothekarkredit - bewilligt durch Institute mit überwiegend anderem Geschäftszweck (Sparkassen- und Girosystem, Bausparkassen, Versicherungsgesellschaften usw.) - und dem privaten Hypothekarkredit.[1] Ferner geben sie an Kommunen und Kommunalverbände Darlehen. Die Refinanzierung erfolgt durch Ausgabe von Pfandbriefen, Kommunalobligationen und in geringerem Ausmaß durch Aufnahme von Globaldarlehen sowie Ausgabe von Namensschuldverschreibungen, mit denen sich die Boden- und Kommunalkreditinstitute außerhalb des Rentenmarktes bei Sonderkreditinstituten und Kapitalsammelstellen Mittel beschaffen.[2]

---

1) vgl. Dannemann, W.: a.a.O., S. 127

2) vgl. Steffan, F.: Begriff und Funktion des Realkredits, in Handbuch des Realkredits, Frankfurt/M. 1963, S. 103; vgl. auch Kummert, P.: Private Hypothekenbanken, S. 759, 813 und Spelsberg, P.: Öffentlich-rechtliche Bodenkreditinstitute, S. 916 f, beide in Handbuch des Realkredits, Frankfurt/M. 1963

Im einzelnen bauen die strengen gesetzlichen Bestimmungen, die die Geschäftstätigkeit[1] der Realkreditinstitute regeln, auf folgenden Prinzipien auf:[2]

Begrenztes Kreditgeschäft,

Bindung der Höhe des Schuldverschreibungs-Umlaufs an den Umfang des Eigenkapitals,

treuhänderisch verwaltete Deckungsmasse für den Obligationen-Umlauf mit Konkursvorrecht,

weitgehende Publizitätsvorschriften und

feste Beleihungsgrenzen im Hypothekengeschäft.

Aktiv- und Passivgeschäft sind eng miteinander verbunden. Der Gesamtbetrag der umlaufenden Pfandbriefe muß in Höhe des Nennwertes jederzeit durch Hypotheken von mindestens gleicher Höhe und gleichem Zinsertrag gedeckt sein.[3]

"Im "Gleichgewicht" können immer nur soviel Zahlungsmittel im Passivgeschäft aufgenommen werden, wie man im Kreditgeschäft auch nutzbar machen kann; umgekehrt können im Kreditgeschäft immer nur soviel Zahlungsmittel angeboten werden, wie man im Passivgeschäft Schuldverschreibungen absetzen zu können glaubt."[4]

---

1) Zur Geschäftstätigkeit der Realkreditinstitute vgl. Obst / Hintner: Geld-, Bank- und Börsenwesen, 36. Aufl., Stuttgart 1967, S. 300 ff; Hagenmüller, K. F.: Der Bankbetrieb Bd. I, a.a.O. S. 172 ff; Knacke, E.: Die Hypothekenbanken, Frankfurt/M. 1964; Steffan, F.: Begriff und Funktion des Realkredits, a.a.O., S. 103

2) Richebächer, K.: Börse und Kapitalmarkt, Frankfurt/M. 1963, S. 58

3) sog. Kongruenzprinzip nach § 6 Hypothekenbankgesetz, § 6 Schiffsbankgesetz und § 2 des Gesetzes über die Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten. In begrenztem Umfang dürfen Deckungslücken mit sogenannter "Ersatzdeckung" ausgefüllt werden (vgl. § 6 Abs. 4 Hypothekenbankgesetz)

4) Dannemann, W.: a.a.O., S. 128 f

Für die Realkreditinstitute dürfte deshalb die Optimierung des Geschäftsvolumens unter Berücksichtigung der Interessen der Bankpolitik das oberste Ziel sein.[1)]

Primärer Aktionsparameter ist dabei die Bestimmung der Zinsrelation, d.h. die Fixierung der Zinskonditionen im Real- und Kommunalkreditgeschäft und der Nominalverzinsung im Pfandbrief- und Kommunalobligationsgeschäft. Als sekundäre Faktoren treten die Festlegung allgemeiner Kreditkonditionen (Sicherheitserfordernisse) im Aktivgeschäft und die "sonstige" Ausstattung der Schuldverschreibungen im Passivgeschäft (Laufzeit, Tilgungsmodi usw.) hinzu.[2)]

Der Dispositionsbereich der einzelnen Bank ist allerdings stark eingeschränkt. Eine aktivische Zinspolitik läßt sich aus sozialpolitischen Rücksichtnahmen (Wohnungsbau) bzw. wegen institutioneller Gegebenheiten, rechtlicher Einschränkungen sowie der Konkurrenz im langfristigen Kreditgeschäft durch andere Banken, Kapitalsammelstellen und die öffentliche Hand nur in einem sehr engen Rahmen durchführen.[3)] Ebenso ist ein häufiger "Zinswechsel" im Passivgeschäft mit Rücksicht auf die bereits umlaufenden Titel nicht möglich.

---

1) Unter Bankpolitik sollen alle Maßnahmen eines Kreditinstitutes verstanden werden, die der Erzielung von optimalen Gewinnen unter Wahrung der Erfordernisse einer ausreichenden Liquidität und der Vermeidung von unangemessenen Risiken dienen. vgl. Feldbausch, F. K.: Bankpolitik, Wiesbaden 1969, S. 3

2) vgl. Dannemann, W.: a.a.O., S. 130

3) vgl. Dannemann, W.: a.a.O., S. 132

Wird durch die Entwicklung am Kapitalmarkt jedoch eine Zinserhöhung erforderlich, so hat dies für die Geschäftspolitik der Realkreditinstitute weitreichende Folgen. Das bisherige Geschäftsvolumen der einzelnen Bank kann dabei nur gehalten bzw. vergrößert werden, wenn die Kreditnehmer bereit sind, sich auch zu den für sie schlechteren Bedingungen zu verschulden. Nur in diesem Fall besteht die Möglichkeit, Schuldverschreibungen mit einer höheren Effektivverzinsung aufzulegen, wobei keinesfalls von der Voraussetzung ausgegangen werden darf, daß ein steigender Nominalzins dem Absatz förderlich ist.

Aus der Notwendigkeit einer Kongruenz zwischen Aktiv- und Passivgeschäft ergeben sich für das Geschäftsvolumen der Grundkreditinstitute besonders dann Schwierigkeiten, wenn sowohl Anleger als auch Kreditnehmer Zinsänderungen antizipieren und entsprechend disponieren. In der Erwartung von Zinssteigerungen wird sich die Nachfrage nach Realkrediten verstärken, um der Verschlechterung der Kreditkonditionen durch eine sofortige Nachfrage auszuweichen. Diesem Verhalten steht der Attentismus der Anleger, die durch einen späteren Kauf eine noch höhere Effektivverzinsung zu erzielen hoffen, gegenüber.[1)]

Um ihrer Vermittlerrolle gerecht zu werden und einen Ausgleich zwischen den Interessen der Kreditnehmer und Kapitalgeber auch in Perioden einer Marktschwäche zu erreichen, emittieren die Realkreditinstitute - soweit dies gesetzlich zulässig ist - teilweise nur, weil sie die auf dem Kapitalmarkt gerade besonders günstigen Bedingungen, die es ihnen erlauben, zu einem späteren Zeitpunkt Hypothekendarlehen

---

1) vgl. Nullau, B.: Die Finanzierung des Wohnungsbaus in der BRD durch die Kapitalsammelstellen im Jahre 1965 in: Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung des DIW, Berlin, Heft 1, 1965, S. 72

zu entsprechend niedrigen Sätzen gewähren zu können, ausnutzen wollen.[1)]

Die augenblickliche Lage ist durch eine ständige Ausdehnung des langfristigen Kreditmarktes gekennzeichnet, wobei besonders im Kommunalkreditgeschäft ein sehr rasches Wachstum festgestellt werden kann. Heute ist längst vergessen, daß noch vor wenigen Jahren die Kommunalobligationen vor allem bei privaten Hypothekenbanken nicht allzu hoch im Kurs standen. Das Kommunalkreditgeschäft bringt einen willkommenen Ausgleich für eine möglicherweise schrumpfende Wohnungsbaufinanzierung.[2)] Gleichzeitig ist der Wettbewerb im engeren Bereich der verschiedenen festverzinslichen Anlagemöglichkeiten härter geworden. Den Pfandbriefen und Kommunalobligationen machen heute Bundesschatzbriefe, Sparkassenbriefe, Sparbriefe und die verschiedenen Sparschuldverschreibungen Konkurrenz.[3)]

Das Finanzierungsschema der Realkreditinstitute erscheint auf den ersten Blick sehr einfach und starr. Im Aktivgeschäft werden langfristige Darlehen zu festen Zinssätzen gegeben, und auf der Passivseite stehen diesem Darlehenstyp in der Regel Pfandbriefe und Kommunalobligationen mit gleicher

---

1) Als Maß für diesen "auf Vorrat" aufgelegten Teil der Schuldverschreibungen, kann die Differenz zwischen den emittierten und den abgesetzten Pfandbriefen und Kommunalobligationen angesehen werden. vgl. Jaeger, G.: Entwicklung der sekundären Finanzierungsinstitute in der BRD und ihre Bedeutung für die Zentralbankpolitik, Tübingen 1968, S. 75 f; MoBbk Nr. 8, 1954, S. 36

2) vgl. Den Pfandbrief ausgestochen, in: Volkswirt Nr. 12, 1969, S. 10

3) vgl. Verband öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten: Verbandsbericht 1969, S. 30

Laufzeit gegenüber. Während der Pfandbriefgläubiger keine Kündigungsmöglichkeit hat, steht dem Darlehensnehmer üblicherweise nach 5 Jahren ein Kündigungsrecht zu. Ebenso sehen die Anleihebedingungen für das emittierende Institut normalerweise verschiedene Möglichkeiten einer vorzeitigen Tilgung (etwa durch Auslosung) vor. Dieses Finanzierungsschema bildet jedoch nur das Grundmodell. Darauf aufbauend hat die Praxis heute eine Fülle von Modifikationen entwickelt, um den jeweiligen Erfordernissen des Marktes gerecht zu werden.[1)]

Von den Kritikern der sogenannten "Langläufer" wird den Realkreditinstituten der Vorwurf gemacht, daß sie keine fristenkongruente, sondern eine überkongruente Refinanzierung betreiben. Bei der Refinanzierung eines Annuitätendarlehens mit einer Laufzeit von beispielsweise 30 Jahren durch ebenso langfristige Pfandbriefe fallen ständig Tilgungsleistungen an, über die das Institut während der Laufzeit der Pfandbriefe frei verfügen kann. Diese Tilgungsrückflüsse können die Banken dazu verwenden, sich mit Hilfe der sogenannten Mischfinanzierung von der augenblicklichen Rentenmarktlage unabhängiger zu machen.

Eine besondere Variante der Mischfinanzierung aus Rückflüssen und Emissionen bildet die Vorfinanzierung der freien Rückflüsse über mittel- und kurzfristige Papiere oder durch Pensionsgeschäfte. Ferner kann durch eine mittel- und kurzfristige Refinanzierung der im kurz- und mittelfristigen Zeitraum anfallenden Tilgungsrückflüsse die oben erwähnte "überkongruente" Refinanzierung abgebaut werden.[2)]

---

1) vgl. Hammer, K.: Die Refinanzierungsmodalitäten der Pfandbriefinstitute, in: ZfK Nr. 15, 1969, S. 14

2) vgl. Hammer, K.: a.a.O. S. 15

Trotz der hier angedeuteten Möglichkeiten einer größeren Flexibilität im Passivgeschäft durch unterschiedliche Finanzierungsmodalitäten bleibt der Hypothekenzins weitgehend von der Zinshöhe am Rentenmarkt abhängig. Berücksichtigt man eine in Zukunft zunehmende Zinsempfindlichkeit des Wohnungsbaus - aufgrund der wachsenden Kapitalmarktfinanzierung -, so ist anzunehmen, daß der Handlungsspielraum der Grundkreditinstitute möglicherweise weiter eingeengt wird.[1] Dazu dürfte auch die wachsende Verflechtung und Austauschbarkeit des langfristigen Finanzierungsangebotes beitragen.[2]

Zur Zielerreichung der Realkreditinstitute wird es erforderlich sein, in verstärktem Maße ein Augenmerk auf die Kapitalbeschaffung zu legen. Um ihr Geschäftsvolumen zu optimieren, müssen die Realkreditinstitute die primäre Aufgabe darin sehen, ihre Stellung als Geldnachfrager auf dem Rentenmarkt durch vermehrte absatzpolitische Aktivitäten zu sichern. Dabei erfordert die Zielsetzung, ein Dauerplacement der eigenen Emissionen zu erreichen, im Absatzbereich eine Vergrößerung des Vertriebsradius. Eine Steigerung der Absatzkapazität als Voraussetzung für ein starkes Engagement im Aktivgeschäft wird letztlich durch eine wachsende Unabhängigkeit von den "labileren" Käufergruppen, d.h. durch eine Vergrößerung des Anteils der privaten Anleger, determiniert.

---

1) vgl. Iden, H.: Die Zinsempfindlichkeit nimmt zu, in: Beilage zu Volkswirt Nr. 28, 1970, S. 6

2) vgl. dazu Verband öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten: Verbandsbericht 1969, S. 29

b) Anleihepolitik der öffentlichen Hand

Angesichts der vielfältigen Finanzierungsaufgaben von Bund, Ländern, Gemeinden und Städten muß dem Verhältnis der öffentlichen Hand zum Rentenmarkt besondere Bedeutung beigemessen werden. Durch den hohen Kreditbedarf für öffentliche Investitionen ist der Staatshaushalt in den Mittelpunkt des wirtschaftlichen und politischen Interesses gerückt. Auch wenn eine zunehmende Ergiebigkeit des Kapitalmarktes unterstellt wird, wirft die große Bedeutung des längerfristigen Kredits als Deckungsmittel in der Finanzplanung erhebliche Probleme für ein möglichst störungsfreies Funktionieren des Rentenmarktes auf.[1)]

Trotz des ansehnlichen Marktanteils der öffentlichen Hand muß der staatlichen Anleihepolitik als Leitmotiv die Erkenntnis dienen, daß der reguläre Anleihemarkt dem Staat nur Beträge in einem Umfang liefern kann, die gegenüber dem heute erreichten Volumen der öffentlichen Haushalte nicht ins Gewicht fallen.[2)] Deshalb darf die öffentliche Hand ihre Emissionspolitik auch nicht an ihrem praktisch unerschöpflichen Kapitalbedarf orientieren, sondern sie muß eine Schuldenpolitik betreiben, welche die Schwankungen der Marktlage nicht verstärkt, sondern möglichst ausgleicht, d.h., in Verflüssigungsphasen wäre der sich aufgrund langfristiger Investitionspläne abzeichnende Anleihebedarf nach Möglichkeit vollständig zu decken,

---

1) In diesem Zusammenhang sei z. B. auf den psychologischen Einfluß, den große staatliche Anleihewünsche auf den Markt ausüben können, hingewiesen (z.B. Bildungsanleihe)

2) vgl. Muthesius, V.: Neues Attentat auf den Kapitalmarkt? in: ZfK Nr. 8, 1968, S. 8

in Verknappungsperioden dagegen Zurückhaltung zu üben.[1] Diesem Leitsatz kommt wegen der relativen Zinsunempfindlichkeit[2] der öffentlichen Hand, die in Perioden einer Marktschwäche die Möglichkeit bietet, durch gezielte Operationen z.B. eine kräftige Erhöhung des Kapitalzinses zu erzwingen, besondere Bedeutung zu.

So wurde beispielsweise im September 1969 durch die Ausgabe von öffentlichen Titeln zu viel günstigeren und vor allem für die Banken interessanten Bedingungen versucht, den Markt funktionsfähig zu erhalten. Infolge dieses Vorstoßes der öffentlichen Hand gaben jedoch die Kurse der umlaufenden Titel am Rentenmarkt auf breiter Front sofort empfindlich nach.[3] Ein solches Vorgehen unter dem Motto "lieber schlechte Kurse als gar keine Kurse" ist unserer Meinung nach für die staatliche Anleihepolitik vor allem im Hinblick auf die Empfindlichkeit der privaten Anleger ungeeignet, zumal es den Verdacht aufkommen läßt, daß der Staat sich eigensüchtig Mittel zu Lasten der anderen Emittenten beschaffen möchte.

Allerdings darf auch der öffentlichen Hand Wettbewerb nicht verwehrt werden, und deshalb soll die Frage nach dem Marktverhalten des Staates nicht vorschnell dahingehend entschieden werden, daß er sich grundsätzlich jeglicher Marktbeeinflussung zu enthalten habe.

---

1) vgl. Öffentliche Hand und Kapitalmarkt - heute, in: Bulletin der Schweizerischen Kreditanstalt Nr. 2, 1967, S. 81

2) vgl. dazu Dünnbier, W.: Finanzierung im Widerstreit, in Volkswirt Nr. 33, 1968, S. 24

3) vgl. Rentenmarkt reagiert auf die Bundes-Schuldscheine, in FAZ vom 18.9.1969

> "Nur muß gewährleistet sein, daß diese mit marktkonformen Mitteln geschieht. Jeglichem Anspruch auf eine irgendwie geartete und behauptete Sonderstellung der Staatshaushalte und ihrer Finanzierungsquellen muß mit dem Hinweis auf die zu erhaltende Funktionsfähigkeit begegnet werden. Diese ist nur gegeben, wenn die Wettbewerbsfähigkeit und Startgleichheit aller Emittenten unangetastet bleibt.... Das Merkmal für nicht marktkonforme Politik liegt ... in den unterschiedlichen und für den Staat als Monopolisten viel größeren Möglichkeiten, eventuell unter Rückgriff auf Steuermittel, seine Preise für Wertpapiere günstiger zu setzen als die Daueremittenten das vermögen. Diese sind ja gerade durch ihr Hypothekar- und Darlehensgeschäft in der Preisfestsetzung letztlich gebunden."[1]

Die Anpassung an den Markt, d.h. Orientierung an den auf dem Rentenmarkt jeweils geltenden Bedingungen, bezeichnet Hessler als "konstatierendes Verhalten".[2] Im Gegensatz dazu steht das sogenannte "regulierende Verhalten". "Regulieren kann nur ein von gesamtwirtschaftlich positiv einzuschätzenden Absichten getragenes Handeln bedeuten; deshalb ist hier gemeint, daß der Staat gesamtwirtschaftlich günstig und erstrebenswerte Tendenzen, sei es eine Marktschonung, sei es eine Zinsbewegung oder Marktbelebung (Initialzündung), durch seine eigenen anleihepolitischen Maßnahmen fördert."[3]

In der Nachkriegszeit wurde die Frage der Finanzierung von Staatsausgaben durch Steuern oder Anleihen in der Haushaltspraxis des Bundes weitgehend unter fiskalischen Aspekten, in gewissem Maße auch unter Beachtung allgemein- und gesellschaftspolitischer sowie gesamtwirtschaftlicher Gesichtspunkte entschieden. In den letzten Jahren bahnt sich eine stärkere Ausrichtung der Finanzpolitik auf konjunktur- und wachstums-

---

1) Hessler, H.-D.: Gegenwartsprobleme staatlicher Anleihepolitik, Köln und Opladen 1964, S. 86

2) vgl. Hessler, H.-D.: a.a.O., S. 86

3) Hessler, H.-D.: a.a.O., S. 87

politische Zielsetzungen an. [1] Die Orientierungsmaßstäbe anleihepolitischer Entscheidungen faßt Reiter in drei Hauptpunkten zusammen[2]

a) Haushaltsmäßige Gesichtspunkte
b) Allgemein- und gesellschaftspolitische Gesichtspunkte
c) Gesamtwirtschaftliche Gesichtspunkte.

Zusammenfassend kann gesagt werden, daß sich die öffentliche Hand dann marktgerecht verhält, wenn sie lediglich als ein den übrigen Emittenten gleichberechtigter Partner das Eigenleben des Marktes wenig stört. Wie die Entwicklung jedoch gezeigt hat, wird eine völlige Anpassung an die jeweilige Marktlage nur in den seltensten Fällen möglich sein, da es ohnehin großer Anstrengungen bedarf, die augenblickliche Marktsituation treffend zu analysieren; noch schwieriger ist es, bereits zum Zeitpunkt der finanzpolitischen Entscheidung über die Beanspruchung des Rentenmarktes eine begründete Voraussage über die künftige Marktlage zu geben. "Abweichungen von der idealen Vorstellung einer genauen und geräuschlosen Anpassung an das Marktgeschehen sind also die Regel."[3]

Zweifellos strahlt von den staatlichen Anleihewünschen eine starke psychologische Wirkung auf das gesamte Marktgeschehen aus. Die Bedeutung, die den Anleihemodalitäten der staatlichen Emissionen allgemein beigemessen wird, läßt die Regulierungsfunktion des Angebotes der öffentlichen Hand erkennen. Diese Führungsrolle bürdet dem Staat in starkem Maße Verantwortung für das gesamte Marktgeschehen auf, da sein Verhalten vor allem in den kritischen Situationen einer Schwächeperiode des Marktes als richtungsweisend angesehen werden kann.

---

1) vgl. Reiter, W.: Das Bundesanleihekonsortium, Wiesbaden 1967, S. 58

2) vgl. Reiter, W.: a.a.O., S. 58 ff

3) Hessler, H.-D.: a.a.O., S. 83

Die Begebung von öffentlichen Anleihen[1] wird vom sogenannten Bundesanleihekonsortium[2] - einem Kreis von Banken, zwischen denen die jeweils zu übernehmenden Quoten einer Emission fest vereinbart sind -, übernommen. Dem Bundesanleihekonsortium kommt neben seiner wirtschaftlichen Bedeutung - Zusammenfassung von Finanzkraft und Placierungsmöglichkeiten einer Vielzahl von Kreditinstituten - auch als Informationsquelle und Beratungsinstanz des Staates große Bedeutung zu.[3]

c) Langfristiger Kapitalbedarf der Industrie

ca) Industrie-Obligation als Kapitalquelle

Die Entwicklung in den letzten zwanzig Jahren hat gezeigt, daß die gewerbliche Wirtschaft nur zu einem relativ geringen Teil am Aufkommen des Rentenmarktes beteiligt ist. Tabelle I bzw. III (Anhang) weisen die beträchtlichen Schwankungen, denen die Emission von Industrieobligationen unterworfen war, aus. Ende 1970 betrug der Anteil am Gesamtumlauf festverzinslicher Wertpapiere nur knapp 5 %.

Obwohl sich die Aufnahme von Darlehen durch Ausgabe von Teilschuldverschreibungen nicht auf Unternehmen einer bestimmten Rechtsform beschränkt, steht dieser Weg der lang-

---

1) Zur Entwicklung der Anleiheverschuldung der öffentlichen Hand im Rahmen der gesamten öffentlichen Neuverschuldung vgl. besonders MoBbk Nr. 8, 1961, S. 11 ff; Nr. 11, 1963, S. 3 ff; Nr. 3, 1966, S. 3 ff; Nr. 4, 1967, S. 24 ff; Nr. 8, 1970, S. 13 ff

2) Vorsitz führt die Deutsche Bundesbank

3) vgl. dazu Reiter, W.: a.a.O., S. 137 ff

fristigen Fremdfinanzierung nicht zuletzt aus Kostengründen[1] praktisch nur den großen Kapitalgesellschaften offen. Anleihen mit Beträgen unter 10 Millionen DM sind eine Seltenheit, da es für jedes Papier einer gewissen Marktbreite bedarf. Unter derartigen Gesichtspunkten ist die Emissionsfähigkeit nicht nur eine Frage der Bonität, sondern ebenso eine Frage der Größe des Unternehmens.[2] Die häufig vertretene Meinung, daß Aktiengesellschaften - infolge des leichteren Zugangs zum Kapitalmarkt - erheblich günstigere Finanzierungsrelationen aufweisen als Unternehmen anderer Rechtsformen, findet jedoch in der Praxis keine Bestätigung.[3]

Die Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen eine Unternehmung das Finanzierungsinstrument der Obligation verwenden soll, läßt sich generell nicht beantworten. In der Betriebswirtschaftslehre ist eine Vielzahl von Finanzierungsregeln[4], die verbal oder quantitativ Aussagen über die Strukturierung der Bilanz machen, entwickelt worden, wobei die Passivseite entweder isoliert oder in Beziehung zum Vermögensaufbau betrachtet wird.[5] Im allgemeinen werden Finanzierungsregeln

---

1) Bankprovisionen für die Übernahme des Emissionsrisikos, des Verkaufs und der Börseneinführung sowie sachliche Kosten für Emission und Zins- und Tilgungsdienst.

2) vgl. Richebächer, K.: a.a.O., S. 63

3) vgl. Kapitalstruktur und Ertragsverhältnisse der Unternehmen, in: MoBbk Nr. 4, 1970, S. 23 f

4) vgl. dazu Hintner, O.: Eigen- und Fremdkapital in betriebswirtschaftlicher Sicht, in: Zur Finanzpolitik der Unternehmen, Berlin 1963, S. 89 ff; Oettle, K. Unternehmerische Finanzpolitik, Stuttgart 1966, S. 203 ff

5) vgl. Härle, D.: Finanzierungsregeln und ihre Problematik, Wiesbaden 1961, S. 20

unter dem Gesichtspunkt von Liquidität und Sicherheit aufgestellt. In der Praxis sind für die Wahl der Finanzierungsmittel meist Eigenkapitalrentabilitäts- und Kapitalkostenerwägungen unter Berücksichtigung der steuerlichen Einflüsse von entscheidender Bedeutung.[1] Die Verhaltensmotive, die die Entscheidung des Unternehmens, welche der jeweils möglichen Finanzierungsalternativen gewählt werden soll, beeinflussen, werden in der neueren Literatur zumeist in der Zielsetzung der optimalen Unternehmensfinanzierung zusammengefaßt.[2] Der Inhalt der optimalen Finanzierung ist einer wissenschaftlich theoretischen Betrachtung jedoch nur schwer zugänglich, weil er nicht nur Fragen der Finanzierungstechnik, sondern auch des unternehmerischen Handelns umfaßt[3]. Eine der klarsten Definitionen hat Mühlhaupt formuliert: "Als optimal finanziert wird man eine Unternehmung dann bezeichnen können, wenn sie eine finanzielle Struktur besitzt, die es ihr gestattet, ihre Zielsetzung ohne Gefährdung ihrer

---

1) vgl. v. Torklus, R.: Analyse der Kapitalausstattung der deutschen Unternehmen auf der Grundlage der Einheitswertstatistik, DIW-Beiträge zur Strukturforschung Heft 8, Berlin 1969, S. 28; vgl. auch Samm, G.H.: Das Eigenkapital in der industriellen Finanzierung, Diss., Berlin 1965, S. 58

2) Zur Problematik der optimalen Unternehmensfinanzierung vgl. besonders Heinz, G.: Die laufende Steuerbelastung von Obligation und Aktie in den einzelnen EWG-Ländern unter dem Aspekt optimaler Finanzierung, Diss. München 1969, S. 18 ff und die dort angegebenen ausführlichen Literaturhinweise

3) vgl. Lipfert, H.: Optimale Unternehmensfinanzierung, 3. Aufl., Frankfurt/M. 1969, S. 21

Sicherheit zu minimalen Finanzierungskosten zu verwirklichen."[1) 2)]

Aus den bisherigen Überlegungen ergibt sich, daß die Ermittlung des voraussichtlichen Einflusses, den dieses Instrument der Fremdfinanzierung auf die Rentabilität ausüben wird, eines der wesentlichen Probleme bei der Begebung von Anleihen für die Unternehmung darstellt. Dabei ist wesentlich, daß eine Anleihe als Fremdkapital ohne Rücksicht auf die Ertragslage verzinst werden muß. Reicht der erzielte Ertrag nicht aus, um Eigen- und Fremdkapital zu verzinsen, hat die Verzinsung des Fremdkapitals kraft ihres schuldrechtlichen Charakters den Vorzug vor der Verzinsung des Eigenkapitals. "Das Risiko, das jede Kapitalhingabe wirtschaftlich mit sich bringt, wird also bei der Obligation durch rechtliche Vereinbarungen zu einem Teil auf das Eigenkapital übergewälzt."[3)] Besondere

---

1) Mühlhaupt, L.: Der Bindungsgedanke in der Finanzierungslehre unter besonderer Berücksichtigung der holländischen Finanzierungsliteratur, Wiesbaden 1966, S. 11 f

2) Minimale Finanzierungskosten sind dabei als nachgeordneter Bestandteil der Definition zu verstehen, da sie nicht immer zu optimalen Lösungen, insbesondere bei Einbeziehung unternehmungspolitischer Zielvorstellungen (vgl. vor allem Heinen, E.: Das Zielsystem der Unternehmung, Wiesbaden 1966, S. 59 ff), wie Erhaltung von Geschäftsbeziehungen, Sicherheit und Wachstum, führen. Wichtig ist, daß alle Fragen des Gesamtkomplexes Finanzierung in Bezug auf bestimmte Ziele in optimaler Weise kombiniert und ihrer Bedeutung entsprechend gewichtet werden (vgl. Heinz, G.: a.a.O., S. 28; Fischer, O.: Neuere Entwicklungen auf dem Gebiet der Kapitaltheorie, in: ZfbF 1969, S. 40). Die finanzpolitischen Entscheidungsprozesse sind als Verhandlungsprozesse aufzufassen, in denen Interessengegensätze aufeinanderprallen (vgl. Kirsch, W.: Zur Problematik "optimaler" Kapitalstrukturen, in: ZfB 1968, S. 887).

3) Neumann, G.: Die betriebswirtschaftliche und steuerliche Problematik bei der Wahl zwischen Obligation und Aktie als Finanzierungsmittel unter Bezugnahme auf die deutsche Nachkriegssituation, Diss. München 1957, S. 57

Bedeutung kommt in diesem Zusammenhang der Frage zu, inwieweit eine Betriebswirtschaft ihrer Struktur nach bereits mit hohen fixen Kosten belastet ist. Da die Anleihezinsen für die Unternehmung eine langfristige Belastung mit fixen Kosten bedeuten, können sie ein anlageintensives Unternehmen in Zeiten schlechter Beschäftigung sehr stark belasten.[1] "Die Zinslast wird zur Crux, wenn eine Unternehmung mit Verlust arbeitet, und wenn diese Periode sich lange hinzieht."[2]

Durch die Festsetzung eines für die gesamte Laufzeit geltenden Zinssatzes muß die Obligation insofern als ein relativ starres Finanzierungsinstrument bezeichnet werden, als es der Unternehmensleitung in aller Regel nicht gelingt, sich an ein sinkendes Zinsniveau anzupassen. Im Vergleich dazu ist die Aktie zweifellos ein flexibleres Instrument der Kapitalbeschaffung, weil die Dividendenzahlungen gegebenenfalls der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens angepaßt werden können.[3]

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß die Aktivität der Unternehmung im Finanzierungsbereich grundsätzlich von den Möglichkeiten, durch Investitionen Gewinne zu erzielen, bestimmt wird. In diesem Sinn ist die Entscheidung, langfristiges Kapital über eine Anleihe zu beschaffen, in Abhängigkeit vom unternehmerischen Zielsystem zu sehen.

Der Finanzierungsbereich steht mitten im Spannungsfeld zwischen dem Rentabilitätsstreben der Unternehmung und dem Zwang zur Wahrung der Liquidität. Soll die Finanzierung den

---

1) vgl. Neumann, G.: a.a.O., S. 58

2) Schmalenbach, E.: Finanzierungen, Leipzig 1937, S. 15

3) vgl. Gutenberg, E.: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, 3. Bd., Die Finanzen, Berlin-Heidelberg-New York 1969, S. 166

optimalen Beitrag zur Verwirklichung der unternehmerischen Zielvorstellungen leisten, muß allen Kriterien Rechnung getragen werden. Das Rentabilitätsstreben darf nicht zu einer Überdimensionierung des Fremdkapitalvolumens führen, andererseits sind die sich bietenden und vom Liquiditätsstandpunkt noch vertretbaren Gewinnchancen zu nutzen.[1)]

Bei nicht klar voraussehbaren Entwicklungen am Rentenmarkt kann es für die Unternehmung günstiger sein, zur Zwischenfinanzierung von Investitionen langfristiger Art zunächst Bankkredite in Anspruch zu nehmen und den endgültigen Beschluß über die Art der Finanzierung zu einem späteren Zeitpunkt zu fassen. Sobald sich die Marktsituation gebessert hat, können die kurz- bzw. mittelfristig gewährten Kredite dann durch Auflegung einer Anleihe abgelöst werden.[2)]

Die Realisierung des unternehmerischen Zielsystems und damit auch die optimale Finanzierung werden in starkem Maße durch die direkten und indirekten Besteuerungseffekte beeinflußt.[3)]

---

1) vgl. Lipfert, H.: a.a.O., S. 30 f

2) vgl. Hintner, O.: Wertpapierbörsen, a.a.O., S 64

3) vgl. Heinz, G.: a.a.O., S. 167; Zur Struktur der jährlichen Gesamtbelastung der Anleihefinanzierung einer Unternehmung vgl. a.a.O., S. 171 und 174.
In diesem Zusammenhang sei auch auf die Ursachen der besonders niedrigen Emissions- und Absatzergebnisse von Industrieobligationen in der Nachkriegszeit hingewiesen. Neben den Emissionsbeschränkungen des Kapitalverkehrsgesetzes ist hier vor allem die steuerliche Benachteiligung der industriellen Emission zu nennen (vgl. dazu besonders Dorner, R.: Die Industriefinanzierung über den Effektenmarkt von der Währungsreform bis Ende 1956, Diss. München 1960, S. 1 ff und S. 132 ff).

Es wäre falsch, die Wahl der Finanzierungsmittel nur an der steuerlichen Belastung der verschiedenen Finanzierungsarten zu orientieren.[1] Die finanzwirtschaftlichen Überlegungen lassen sich jedoch in den meisten Fällen nicht unabhängig von den steuerlichen Erwägungen realisieren.[2]

Während die Zinsen für langfristiges Fremdkapital körperschaftssteuerlich als Aufwand behandelt werden, erfaßt dagegen die Gewerbesteuer auch die Obligationenzinsen. Wird für eine Anleihe eine Verzinsung von 6 % zugrundegelegt, müssen bei Berücksichtigung der Belastung durch die Gewerbeertrags- und Gewerbekapitalsteuer wenigstens 7,5 % Fremdkapitalrentabilität erwirtschaftet werden.[3] Das bedeutet für die Kalkulation eine Mehrbelastung von 25 v.H. gegenüber der Nominalverzinsung.

Wenn im Untersuchungszeitraum die Anleihe - als klassisches Instrument der langfristigen Fremdfinanzierung - von anderen Finanzierungsformen verdrängt wurde, ist der Hauptgrund zweifellos in den verhältnismäßig hohen einmaligen und laufenden Kosten, die in Verbindung mit einem durchschnittlich hohen Zinsniveau den Rentenmarkt für die Industrie uninteressant werden ließen, zu suchen. Der Rentabilitätsgesichtspunkt war nicht zuletzt dafür ausschlaggebend, daß das Schuldscheindarlehen, das als Finanzierungsinstrument für den industriellen

---

1) vgl. Scherpf, P.: Entwicklung und Zukunft der betriebswirtschaftlichen Steuerlehre als Hilfsmittel der Unternehmenspolitik, in Steuern und Unternehmenspolitik, Wiesbaden 1958, S. 93

2) vgl. Heinz, G.: a.a.O., S. 46

3) Es wurde ein Hebesatz von 300 % zugrundegelegt. vgl. die ausführlichen Zahlenbeispiele bei Heinz, G.: a.a.O., S. 94 f

Unternehmer beträchtlich billiger ist als die Industrieobligation, einen beachtlichen Aufschwung nahm.[1)]

cb) Anleihetypen mit Zusatzrechten

Die Verfassung der Kapitalmärkte und die Finanzstruktur eines Unternehmens können es vorteilhaft erscheinen lassen, Schuldverschreibungen als Kapitalbeschaffungsmittel, die eine Mischform zwischen dem Gläubigerrecht der reinen Schuldverschreibung und dem Anteilsrecht des Gesellschafters verkörpern, auszugeben.[2)] Die in Deutschland bekanntesten Anleihetypen mit Zusatzrechten sind die Wandel- und die Optionsanleihen.

Die Wandelschuldverschreibungen (convertible bonds) räumen dem Gläubiger ein Umtauschrecht auf Aktien ein. Für die Unternehmung tauchen bei der Emission einer Wandelanleihe zunächst die gleichen Probleme auf wie bei einer normalen Obligation, nämlich Fragen über Höhe des Anleihebetrages, über Zinssatz, Ausgabe- und Rückzahlungsbedingungen usw.[3)] Das besondere Interesse des Unternehmens wird sich naturgemäß auf die Umtauschbedingungen richten, von deren Ausgestaltung es im wesentlichen abhängt, ob für die Kapitalgeber ein Anreiz zum Erwerb der Obligationen besteht.[4)] Macht der Obligationär

---

1) Einen detaillierten Kostenvergleich zwischen Industrieobligation und Schuldscheindarlehen hat Rittershausen vorgenommen. vgl. Rittershausen, H.: Industrielle Finanzierungen, Wiesbaden 1964, S. 248 ff

2) vgl. Gutenberg, E.: a.a.O., S. 168

3) vgl. Neumann, G.: a.a.O., S. 131

4) vgl. Gutenberg, E.: a.a.O., S. 170

von seinem Umtauschrecht Gebrauch, bedeutet dies für den Schuldner, daß die Tilgung des von ihm aufgenommenen Fremdkapitals nicht erforderlich wird, d.h., die Gesellschaft kann einen "automatischen Abbau der Anleiheverbindlichkeiten mit einer gleichzeitigen Erhöhung des Eigenkapitals verbinden"[1)]

Mit der Wandelanleihe ist die Optionsanleihe vergleichbar. Während bei der Wandelanleihe der Obligationär beim Umtausch seine Rechte aus der Schuldverschreibung aufgeben muß, ist bei der Optionsanleihe das Optionsrecht in einem separaten und von der Anleihe getrennten Optionsschein (warrant) verbrieft.

Da diese Anleiheformen nur eine sehr bescheidene Rolle am deutschen Rentenmarkt spielen, soll hier darauf verzichtet werden, die Einzelprobleme bei der Begebung von Anleihen mit Zusatzrechten genauer darzustellen.[2)]

Rückblickend läßt sich sagen, daß von der Finanzierungsform der Wandel- bzw. Optionsanleihe - soweit durch eine phantasievolle Ausstattung den Käufern ein Kaufreiz geboten wurde - Anregungen ausgingen, die sowohl den Aktien- als auch den Rentenmarkt positiv beeinflußten.[3)] Die anregenden Einflüsse

---

1) Rusch, H.: Die Wandelschuldverschreibung, Berlin 1956, S. 151

2) Aus der Fülle der Literatur zu diesem Problemkreis sei hingewiesen auf Kuhn, K.: Wandelschuldverschreibungen als Finanzierungsmittel der AG, Diss. Köln 1953; Rusch, H.: Die Wandelschuldverschreibung, Berlin 1956; Neumann, G.: a.a.O., S. 126 ff; Surkamp, H. U. und Weissenfeld, H.: Wandelschuldverschreibungen, Frankfurt/M. 1966; Dorner, R.: a.a.O., S. 161 ff; Gutenberg, E.: a.a.O., S. 168 ff; Messner, R.: Keine gleicht der anderen, in Volkswirt Nr. 20, 1969, S. 44 - 46; Das Geheimnis der Warrants, in Volkswirt Nr. 34, 1970, S. 55 - 56; Hidding, B.: Optionsanleihe - Spekulation mit Zeitzünder, in: Das Wertpapier 1969, S. 838 - 840

3) vgl. Kruk, M.: Junge Aktien auf Termin, in: FAZ vom 20.4.1964; "Bayer-Wandel-Anleihe mit Vorzügen" in: Die Zeit vom 30.4.1965

waren jedoch regelmäßig nur von kurzer Dauer. Der Grund, warum diese Sonderformen der Anleihefinanzierung eine untergeordnete Rolle spielen, liegt wahrscheinlich nicht zuletzt daran, daß wegen der zumeist recht komplizierten Umtauschbedingungen jeweils ein nur sehr kleiner "wertpapiererfahrener" Käuferkreis angesprochen wird.

cc) Bedeutung von substituierenden Finanzierungsarten

Abschließend soll noch kurz auf die Bedeutung der wichtigsten substituierenden Finanzierungsarten, die mit dem geringen Anteil der industriellen Anleihefinanzierung in ursächlichem Zusammenhang stehen, eingegangen werden.

Bei der ergiebigsten Quelle der Nachkriegszeit, der Selbstfinanzierung, zeigt sich schon seit längerer Zeit eine abwärts gerichtete Tendenz, die sich aus der Entwicklung der Einkommen aus unselbständiger Arbeit und der Bruttoeinkommen aus Unternehmertätigkeit ablesen läßt. "Bei den infolge des starken Wettbewerbs stagnierenden und sinkenden Erlösen und einer gleichzeitigen "Kosteninflation" handelt es sich nun offensichtlich nicht nur um eine vorübergehende Erscheinung, sondern um eine allgemeine Tendenz, die mit der Verlangsamung des Wirtschaftswachstums und der zunehmenden Verflechtung der Weltwirtschaft zusammenhängt."[1)]

Die kostenempfindlichen industriellen Emittenten finanzierten ihren Kapitalbedarf deshalb in zunehmendem Maße mit Hilfe von Schuldscheindarlehen. Das Schuldscheindarlehen läßt sich als anleiheähnliche, nicht am offenen Kapitalmarkt erfolgende langfristige Großkreditaufnahme bei Kapitalsammelstellen

1) Münker, B. D.: Das langfristige Kreditgeschäft der Filialgroßbanken, Diss. München 1967, S. 13 f

definieren.[1] Die Laufzeit beträgt im allgemeinen fünfzehn Jahre. Die besonderen Vorteile für den Kreditnehmer liegen im wesentlichen in den verhältnismäßig niedrigen einmaligen und laufenden Kosten und in der großen Anpassungsfähigkeit dieses Finanzierungsinstruments.[2]

Eine andere Möglichkeit der langfristigen Finanzierung der Industrie besteht in der Aufnahme von Darlehen bei solchen Instituten[3], die sich die hierfür benötigten Mittel durch Ausgabe von Schuldverschreibungen beschaffen. Wie die Anteilswerte der genannten Kreditinstitute, die in der Emissionsstatistik unter "Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten" und "sonstigen Schuldverschreibungen" ausgewiesen werden, zeigen, hat diese "indirekte" Finanzierung der Industrie über den Rentenmarkt laufend an Bedeutung gewonnen. Ende 1970 stellte sich der Anteil am Nettoabsatz auf 17 %, und der Anteil am gesamten Umlauf betrug immerhin 12 %. Im Vergleich dazu entfielen 1970 nur 1,5 % des Nettoabsatzes

---

1) vgl. Witte, H. O.: Schuldscheindarlehen, Frankfurt/M. 1966, S. 10

2) vgl. dazu Witte, H. O.: a.a.O., S. 9 ff und S. 30 ff; Gutenberg, E.: a.a.O., S. 174 ff; Rittershausen, H.: a.a.O., S. 248 ff; Reinboth, H.: Schuldscheindarlehen als Mittel der Unternehmensfinanzierung, Wiesbaden 1965; Staehle, W.: Die Schuldscheindarlehen, Wiesbaden 1965

3) Hier sind einmal die Landesbanken und Girozentralen, die seit geraumer Zeit - neben den traditionellen Wohnungsbau- und Kommunaldarlehen - in zunehmendem Maße längerfristige Kredite an die gewerbliche Wirtschaft auf der Basis von Wertpapieremissionen gewähren, und die Spezialkreditinstitute zu nennen. (vgl. auch GBbk 1964, S. 63)

und 4,9 % des Gesamtumlaufs auf Industrieobligationen.[1)]

Bei der Untersuchung der Frage, warum die Industrieobligationen für die Unternehmungen als Mittel der Kapitalbeschaffung heute relativ uninteressant ist, muß schließlich noch auf die wachsende Bedeutung des langfristigen Kreditgeschäftes für die Großbanken hingewiesen werden.[2)] Die durch den Strukturwechsel im Kreditbedarf der gewerblichen Wirtschaft verursachte verstärkte Nachfrage nach Krediten mit längeren Fristen führte dazu, daß die Variation der Kreditfristen im Wettbewerb der Universalbanken um Kunden aus der gewerblichen Wirtschaft zu einem charakteristischen Instrument geworden ist. Das war auch der Grund dafür, daß die Großbanken dem Kreditvermittlungsgeschäft in den vergangenen Jahren besondere Aufmerksamkeit geschenkt und daraus eine leistungsfähige Waffe im Qualitätswettbewerb entwickelt haben.[3)]

---

1) Bei der Betrachtung der Emissionsergebnisse der letzten Jahre kann ein Trend von der "direkten" zur "indirekten" Finanzierung am Rentenmarkt festgestellt werden. In diesem Zusammenhang sei vor allem auch auf die in gewisser Hinsicht sehr ähnliche Situation bei der öffentlichen Hand hingewiesen. Die im Verlauf der letzten 4 Jahre erzielten hohen Anteilswerte der Kommunalobligationen am gesamten Emissionsvolumen sind die Konsequenz der zunehmenden "indirekten" Beanspruchung des Rentenmarktes durch die öffentliche Hand, denn der Gegenwert der Kommunalobligationen fließt als Kommunaldarlehen zum größten Teil inländischen öffentlichen Haushalten zu. (vgl. GBbk 1969, S. 65).

2) vgl. dazu die grundlegende Untersuchung von Münker, B. D.: Das langfristige Kreditgeschäft der Filialgroßbanken, Diss. München 1967

3) vgl. Münker, B. D.: a.a.O., S. 262 f

d) Bestimmungsgründe für die Emission von Anleihen ausländischer Emittenten

Die steigende Zahl von Emissionen ausländischer Emittenten hat in den vergangenen Jahren die Bedeutung des deutschen Rentenmarktes in internationaler Sicht stark anwachsen lassen. Da in Deutschland keine Kapitalexportkontrolle besteht, sind für die Kapitalaufnahme ausländischer Emittenten in Form von Auslandsanleihen günstige Voraussetzungen gegeben. Die deutschen Konsortialbanken benötigen für die Emission solcher Anleihen keine Bewilligungen, sondern es bleibt ihrem Urteil und ihrer Verantwortung überlassen, über die Ausgabe von Auslandsanleihen zu entscheiden.

Zu dem raschen Aufschwung der internationalen Anleihen am deutschen Rentenmarkt in der ersten Hälfte der sechziger Jahre hat die amerikanische Zinsausgleichsteuer, die dem deutschen Kapitalmarkt trotz des hohen Zinsniveaus eine starke Anziehungskraft verlieh, nicht unwesentlich beigetragen. Dazu kam, daß die Ausgabe von Auslandsanleihen in der Schweiz, die ein vergleichsweise niedriges Zinsniveau aufwies, von 1963 - 1965 stark eingeschränkt wurde.[1] Ein wesentlicher Faktor war schließlich die Einführung der Kapitalertragssteuer für Gebietsfremde (Kuponsteuer), die den Teilmarkt der Auslandsanleihen, der von dieser Steuer nicht belastet wird, in den Mittelpunkt des Interesses vor allem der ausländischen Anleger rückte.[2]

---

1) vgl. Verlagerungen der internationalen Emissionstätigkeit, in: Schweizerischer Bankverein, Bulletin Nr. 2, 1967, S. 14 f

2) Bereits nach der Ankündigung dieses Gesetzes im März 1964 setzten beträchtliche Umtauschoperationen von inländischen in ausländische Titel ein, die zur Folge hatten, daß vom Gesamtvolumen der 1964 aufgelegten Auslandsanleihen (DM 895 Mio) ca. 75 % allein auf die Monate Mai bis Juli entfielen. (vgl. auch MoBbk Nr. 12, 1964, S. 3 ff)

Für die ausländischen Emittenten wirkt sich die bemerkenswert gute Struktur der Unterbringung der DM-Auslandsanleihen, die zum überwiegenden Teil bei den privaten Kapitalanlegern placiert werden können, besonders vorteilhaft aus. Die breite Streuung im In- und Ausland sowie der große Umfang privater Placierung sind auch der Grund für die in Zeiten einer Marktschwäche relative Kursstabilität der Auslandsanleihen.[1)]

Volkswirtschaftlich gesehen ist die Emission von Auslandsanleihen die wohl wichtigste Form des Kapitalexports. Durch den Kauf von Schuldverschreibungen besteht auch für kleinere Kapitalien die Möglichkeit, sich an langfristigen Kapitalexporten zu beteiligen. Außerdem nimmt der Anleihegläubiger bei der Zeichnung von Auslandsobligationen kein Unternehmerrisiko, wie dies bei direkten Auslandsinvestitionen der Fall ist, auf sich.

Die Entscheidung eines Staates oder einer Industrie-Unternehmung, auf einem ausländischen Kapitalmarkt eine Anleihe zu begeben, wird grundsätzlich durch mehrere, meist voneinander unabhängige Faktoren beeinflußt. Welche der verschiedenen Motive im Einzelfall ausschlaggebend sind, hängt von der finanziellen Lage des Emittenten und von den jeweils gegebenen Situationen an den Kapitalmärkten ab. Humbert führt sechs einzelwirtschaftliche Bestimmungsgründe, die als dominierende Motive bei einer solchen Entscheidung eine Rolle spielen können, an:[2)]

---

1) vgl. Run in DM-Auslandsanleihen, in: SZ vom 14./15.8.1968; Wertpapiermärkte, in: Bayerische Vereinsbank, Kundendienst, Folge 8, 1968, S. 4

2) vgl. Humbert, C.: a.a.O., S 20 ff

a) Fehlende oder nicht ausreichende Ergiebigkeit des heimischen Kapitalmarktes.
Dabei kann es sich einmal um eine vorübergehende Funktionsstörung handeln, oder aber der heimische Kapitalmarkt ist aus strukturellen Gründen nicht in der Lage, die an ihn herangetragenen Kapitalwünsche zu erfüllen.

b) Kosteneinflüsse.
Die Zinsempfindlichkeit einer Investition hängt im wesentlichen von der Kapitalintensität und der Lebensdauer einer Anlage ab. Unter Berücksichtigung der zunehmenden Kapitalintensität der Investitionen gewinnt deshalb der Zins als Kostenfaktor laufend an Bedeutung.

c) Langfristige Sicherung der Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten.
Die heutigen technischen Entwicklungen und die im Entstehen begriffenen großräumigen Märkte bedingen Unternehmenseinheiten, deren Kapitalbedarf von einzelnen Kapitalmärkten nicht mehr erfüllt werden können. Auch aus risikopolitischen Gründen kann es eine Notwendigkeit sein, ausländische Rentenmärkte als Finanzierungsquellen heranzuziehen.

d) Streben nach Unabhängigkeit und größerer Elastizität im finanziellen Bereich.
Wird das zur Erreichung der unternehmerischen Zielsetzung notwendige Fremdkapital auf verschiedenen Märkten aufgenommen, können kurzfristige Schwierigkeiten eines einzelnen Marktes die finanziellen Dispositionen des Schuldners nicht gefährden. Die Unabhängigkeit vom heimischen Markt kann sich sowohl in zeitlicher (Zeitpunkt der Emission) als auch in quantitativer und qualitativer Hinsicht (Emissionsvolumen und Konditionen) auswirken.

e) Allgemeine Geschäftspolitik.
Neben den rein finanzpolitischen Überlegungen einer optimalen Kapitalversorgung kann der Einfluß der allgemeinen Geschäftspolitik bei der Begebung einer Anleihe im Ausland eine wesentliche Rolle spielen.

f) Standing-Pflege und Public Relations.
Wenn auch dieser Gesichtspunkt in seiner Bedeutung hinter den anderen zurücktritt, so weist Humbert wohl mit Recht darauf hin, daß die Emission einer internationalen Anleihe zweifellos für die Public-Relations-Arbeit einer Unternehmung einen interessanten Ansatzpunkt bietet.[1] Die Bedeutung dieses Motivs sollte deshalb nicht unterschätzt werden, zumal die Public-Relations-Arbeit heute ein wichtiges Führungsinstrument der Unternehmensleitung darstellt.[2]

Die Erfahrungen im Untersuchungszeitraum haben gezeigt, daß auf dem Gebiet der Finanzierung Situationen eintreten können, in denen die Entscheidungen, die vom Standpunkt des einzelnen Emittenten richtig und im Interesse einer erfolgreichen Geschäftspolitik notwendig sind, nicht mit den gesamtwirtschaftlichen Zielvorstellungen übereinstimmen. Neben den oben aufgeführten einzelwirtschaftlichen Bestimmungsgründen beeinflussen demnach zumeist auch gesamtwirtschaftliche die Entscheidung für die Auflegung einer Anleihe im Ausland.[3]

---

1) vgl. Humbert, C.: a.a.O., S. 39

2) vgl. Hundhausen, C.: Industrielle Publizität als Public Relations, Essen 1957, S. 18

3) vgl. Humbert, C.: a.a.O., S. 43 ff

Ein sehr schwieriges Problem für den Emittenten stellt die als Vergleichsmaßstab notwendige Ermittlung der Zinskosten auf den einzelnen nationalen Märkten dar. Es ist dabei wenig sinnvoll, den Nominalzins als Maßstab für den Zinsvergleich zu wählen, da er nicht alle Zinskosten des Schuldners berücksichtigt.[1] Bei derartigen internationalen Kapitalzinsvergleichen ist es notwendig, alle für die Rendite wichtigen Ausstattungsmerkmale einer Emission in die Überlegungen einzubeziehen.[2] Hierbei wird es sich nicht vermeiden lassen, geringe Ungenauigkeiten, die durch die Verschiedenheit der einzelnen Märkte bedingt sind, bei der Planung und Vergleichsrechnung in Kauf zu nehmen.

Der Anteil der Bundesrepublik am gesamten Auslandsanleihegeschäft hat sich seit 1967 stark erhöht. Die deutschen Banken sind heute an nahezu allen wichtigeren internationalen Emissionskonsortien beteiligt und hatten bei sämtlichen DM-Auslandsanleihen, sowie vereinzelt auch bei Fremdwährungsanleihen, die Konsortialführung inne. Der Anteil der deutschen Banken am Gesamtvolumen der in Europa angebotenen Auslandsanleihen belief sich im ersten Halbjahr 1969 auf vier Zehntel (1967: 1/10 - 1968: 3/10). Die weltweite Streuung der DM-Auslandsanleihen wird aus der Tabelle VII (Anhang) deutlich.[3]

2) Die besondere Bedeutung der Kreditinstitute für das Funktionieren des Rentenmarktes

Wenn bei der Analyse des Rentenmarktes von zwei Gruppen, nämlich der der Emittenten und der Kapitalanleger, die

---

1) vgl. Wielens, H.: Die Emission von Auslandsanleihen, Wiesbaden 1968, S. 23

2) vgl. Bröker, G.: Kapitalzins und Emissionskosten in Westeuropa und Nordamerika, in: Bank-Betrieb 1963, S. 48

3) vgl. Die Stellung der BRD im internationalen Anleihegeschäft, in: MoBbk Nr. 8, 1969, S. 15

sich als Marktpartner gegenüberstehen, gesprochen wird, so ist das insofern nicht ganz richtig, als dabei die Rolle, die die Kreditinstitute als Vermittler sowohl am Emissions- und Zirkulationsmarkt als auch am Tilgungsmarkt spielen, zu wenig zum Ausdruck kommt. Die Tatsache, daß Kapitalnachfrager und -anbieter in der Regel nicht in direktem Kontakt miteinander stehen, ist jedoch für die Kursbildung am Rentenmarkt von großer Bedeutung.

Die Aufgabe der Kreditinstitute im Rahmen des Emissionsgeschäftes beginnt bereits mit der Beratung des Emittenten über Art, Zeitpunkt, Umfang und Ausstattung einer beabsichtigten Anleihe.[1] Der weitere Emissionsablauf vollzieht sich dreistufig:[2]

a) Abschluß eines Effektenübernahmevertrages zwischen Kreditinstituten und Emissionsschuldner

b) kommissionsweise oder feste Übernahme der Wertpapiere durch die Kreditinstitute

c) Unterbringung im Publikum (Placierung).

Bei Begebung eigener Effekten durch die Grundkreditinstitute entfallen die beiden ersten Stufen.

Nach erfolgter Placierung hängt die weitere Beurteilung einer Emission weitgehend von ihrer Verkehrsfähigkeit ab; d.h., der Käufer muß die Gewißheit haben, seine Papiere ohne Schwierigkeiten zu einem marktgemäßen Kurs über die Börse wieder absetzen zu können. Die weiteren Aufgaben der Emissionsbanken

---

1) vgl. Delorme, H.: Konsortial- und Emissionsgeschäft, Frankfurt/M. 1963, S. 47 f

2) vgl. Hagenmüller, K. F.: Der Bankbetrieb, Bd. II, Aktivgeschäfte und Dienstleistungsgeschäfte, 3. Aufl., Wiesbaden 1970, S. 216

sind deshalb in der Börseneinführung und der Kurspflege zu sehen. Die Funktionen, die die Kreditinstitute im Rahmen des Emissionsgeschäftes übernehmen, geben dem anlagebereiten Kunden die Gewißheit, daß die angebotenen Papiere sein Vertrauen verdienen. "Der sorgfältig gepflegte Emissionskredit der Banken und Bankenkonsortien erspart viel Mühe, die mit einer eigenen Prüfung der Bonität der emittierten Effekten verbunden wäre."[1)]

Da Pfandbriefe und Kommunalobligationen heute nicht mehr zur öffentlichen Zeichnung aufgelegt werden, erfolgt der Verkauf auch bei den Grundkreditinstituten meist nicht direkt, sondern zum weitaus größten Teil durch Kreditbanken, Sparkassen und genossenschaftliche Institute. Nur ein geringer Prozentsatz wird vom Publikum unmittelbar bei den Emissionsinstituten erworben.[2)] Eine Ausnahme bilden die Bayerische Vereinsbank und die Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank, die als gemischte Hypothekenbanken die Möglichkeit haben, ihre Emissionen über ein weites Filialnetz dem Publikum direkt anzubieten.

Tabelle VIII (Anhang), die den Erstabsatz von Pfandbriefen und Kommunalobligationen - aufgeteilt nach Käufergruppen - aufweist, zeigt, wie wichtig für die Grundkreditinstitute die Zusammenarbeit mit denjenigen Kreditinstituten, die für sie die Verbindung mit den endgültigen Käufern ihrer Emissionen herstellen, ist. Hauptabnehmer sind die Kreditinstitute, deren Anteil am Erstabsatz von 1963 (70,6 %) bis 1969 (89,5 %) um fast 20 % angestiegen ist. Auf diese Pro-

---

1) vgl. Hagenmüller, K. F.: a.a.O., S. 232

2) vgl. Knacke, E.: a.a.O., S. 65

blematik, die für die Absatzpolitik der Realkreditinstitute eine ausschlaggebende Rolle spielt, wird in späterem Zusammenhang noch ausführlicher einzugehen sein.

Der Absatz der Hypothekenbanken an die übrigen Kreditinstitute ist demnach unter zwei Aspekten zu sehen. Soweit die Banken im Rahmen des Effekteneigengeschäftes selbst als Käufer auftreten, geschieht das unter anlagepolitischen Zielsetzungen, die wiederm durch die allgemeinen bankpolitischen Grundsätze der Liquidität, Sicherheit und Rentabilität determiniert werden. Die Möglichkeit einer Einflußnahme der Grundkreditinstitute auf das anlagepolitische Verhalten der übrigen Kreditinstitute ist in der Regel nicht gegeben.

Dagegen kann auf das Verhalten der anlagesuchenden Kundschaft der Kreditinstitute Einfluß genommen werden. Ein erfolgversprechendes absatzpolitisches Konzept der Realkreditinstitute muß dabei jedoch vor allem berücksichtigen, daß der Weiterverkauf von Pfandbriefen und Kommunalobligationen an die Bankenkundschaft mit den sonstigen Anlageformen - insbesondere auch mit dem Einlagengeschäft - in starker Konkurrenz steht. Beispielsweise wird der Universalbank von Kritikern dieses Bankentyps vorgeworfen, daß wegen der Kombination des Effekten- und Depositengeschäfts bei der Anlageberatung Interessenkollisionen entstehen können, die dazu führen, daß die Banken ihren Kunden nicht die für sie optimale Anlageform empfehlen.[1] "Es ist denkbar, daß eine Bank in gewissen

---

1) vgl. dazu Mühlhaupt, L. und Wielens, H.: Zum Streit um die Ausgliederung des Effektengeschäfts aus dem Aufgabenbereich der Universalbank, in: Geld, Kapital und Kredit, Festschrift für H. Rittershausen, Hrsg. Büschgen, H. E., Stuttgart 1968, S. 235 ff

Situationen Empfehlungen an die Kundschaft, Guthaben ... für Wertpapieranlagen zu verwenden, mit Rücksicht auf die eigenen Liquiditätsinteressen unterläßt, obwohl sie die Aussichten auf dem Effektenmarkt günstig beurteilt."[1)]

Eine Auswirkung dieser Verhaltensweise kann zweifellos in dem relativ starken Zurückbleiben des Wertpapiersparens der privaten Haushalte gegenüber dem Kontensparen gesehen werden. Wenn die Kreditinstitute bisher eine zurückhaltende, vorsichtige und konservative Anlageberatung, die wenig zur Überwindung bestehender Liquiditätspräferenzen ihrer Kunden beitrug, pflegten,[2)] so läßt sich heute im Hinblick auf die zunehmende Konkurrenz im Kreditgewerbe sagen, daß die Gefahren möglicher Interessenskonflikte bei der Anlageberatung für den Kunden zwangsläufig geringer werden. Keine Bank wird heute das Risiko eingehen, ihre Kundschaft aus Rücksicht auf die eigene Rentabilität oder Liquidität "schlecht" zu beraten und zu informieren, da sie sonst Gefahr laufen muß, sehr schnell ihren guten Ruf und das Vertrauen der Kunden zu verlieren. Ein deutliches Zeichen für diese veränderte Situation im Bereich der Anlageberatung ist z.B. in dem vielfältigen Angebot von Sparplänen, die die individuellen Zielvorstellungen und Sparmöglichkeiten berücksichtigen, zu sehen.

Für die Emittenten festverzinslicher Wertpapiere - und insbesondere für die Daueremittenten - bietet sich dadurch die günstige Gelegenheit, dieses "Umdenken" in der Anlage-

---

1) vgl. Krauss, D.: Die Anlageberatung der Kreditbanken, Diss. München 1968, S. 116

2) vgl. Mühlhaupt, L. und Wielens, H. a.a.O., S. 236

beratung für ihre betrieblichen Zielvorstellungen zu nutzen und ihre eigenen absatzpolitischen Aktivitäten in der gleichen Richtung - d.h. Anpassung an Kundenwünsche sowie intensive Beratung und Information - wirken zu lassen.

3. Instrumente der Marktgestaltung

In den folgenden Kapiteln werden die Instrumente der Marktgestaltung, deren Einsatz zugleich das Marktverhalten der Emittenten widerspiegelt, dargestellt und daneben sollen einige Möglichkeiten, die zur Erhöhung der Leistungsfähigkeit des Rentenmarktes beitragen können, aufgezeigt werden.

Die Instrumente der Marktgestaltung und die Instrumente der Absatzforschung bilden die beiden Teilbereiche des Systems der Marketing-Instrumente.[1] Als Marketing-Instrumente werden dabei alle Instrumente bezeichnet, "die eine Unternehmung im Zuge der Erarbeitung und Verwirklichung einer Marketing-Konzeption einsetzen kann."[2]

In Anlehnung an Nieschlag[3] sollen zu den Instrumenten der Marktgestaltung die absatzpolitischen Instrumente - als Hauptinstrumente des Marketing - sowie die Public Relations gerechnet werden. Während die Instrumente der Absatzforschung der Vorbereitung des Einsatzes der absatzpolitischen Instrumente dienen, haben die Public Relations die Aufgabe, die Stellung der Unternehmung in der Öffentlichkeit zu festigen; beide Bereiche dienen demnach mittelbar den absatzpolitischen Zwecken und unterstützen den Einsatz des absatzpolitischen Instrumentariums.

---

1) vgl. Nieschlag, R.; Dichtl, E.; Hörschgen, H.: Marketing, 4. Aufl., Berlin 1971, S. 116

2) a.a.O., S. 116

3) a.a.O., S. 116 f

Während die Grundkredit- und Spezialkreditinstitute selbst am Markt tätig werden und Einfluß nehmen können, stehen den Einmalemittenten der Industrie, der öffentlichen Hand und des Auslands die Emissionsbanken zur Seite. Da der Absatzerfolg einer Anleihe von den Aktivitäten der Konsortialbanken abhängt, liegen auch die absatzpolitischen Instrumente zum größten Teil in deren Händen. Aus den weiteren Erörterungen und der Analyse der Wirksamkeit der einzelnen Instrumente wird sich ergeben, welche Rolle die eben geschilderte unterschiedliche Ausgangssituation der verschiedenen Emittenten beim Einsatz des marktpolitischen Instrumentariums spielt.

Zwischen den Zielsetzungen der Emittenten und denen der anlagesuchenden Kapitalgeber besteht ein enger Zusammenhang. Je besser es den Emittenten mit Hilfe des absatzpolitischen Instrumentariums gelingt, die Anlagewünsche und Vorstellungen der verschiedenen Käufergruppen mit den eigenen Zielvorstellungen zu koordinieren, desto leichter läßt sich der langfristige Kapitalbedarf am Rentenmarkt decken.

In Anlehnung an Gutenberg[1] werden im folgenden als absatzpolitische Instrumente behandelt: die Absatzmethode, die Produktgestaltung, die Preispolitik und die Werbung. Als zusätzliches Instrument, dem für den Rentenmarkt besondere Bedeutung beizumessen ist, wurde die Kurspflege eingeführt. Eine weitere Auffächerung des absatzpolitischen Instrumentariums erwies sich als nicht sinnvoll, wobei zu berücksichtigen ist, daß eine zu tiefe Aufgliederung die Gefahr von Überschneidungen mit sich bringt.[2]

---

1) vgl. Gutenberg, E.: Der Absatz, a.a.O., S. 50

2) vgl. Nieschlag, R.; Dichtl, E.; Hörschgen, H.: a.a.O., S. 117; Auf die Probleme der Betriebsgröße und der Standortwahl soll im Rahmen der Arbeit nicht näher eingegangen werden.

Die absatzpolitischen Instrumente sind durch zwei Faktoren gekennzeichnet: einerseits müssen sie auf den Absatzbereich der Unternehmung ausgerichtet sein und andererseits müssen sie gestaltend Einfluß nehmen.[1)]

Diese von Gutenberg geprägte Begriffsbestimmung dient zugleich dazu, die Instrumente der Marktgestaltung gegenüber anderen Maßnahmen der Unternehmung abzugrenzen.[2)]

Bevor die Instrumente der Marktgestaltung im einzelnen dargestellt werden, folgt zunächst eine Untersuchung der Bedeutung und des Einflusses einer kundenorientierten absatzpolitischen Konzeption. Ein weiteres Kapitel behandelt dann die Aufgabe der Marktforschung, die der Vorbereitung des Einsatzes der absatzpolitischen Instrumente dienen soll.

a) Bedeutung und Einfluß einer kundenorientierten absatzpolitischen Konzeption

Seit Beginn der sechziger Jahre hat sich die Aufgabenstellung der Banken in Teilbereichen wesentlich verändert und erweitert. Der vielzitierte "kleine Mann" rückte in den Mittelpunkt des bankpolitischen Interesses. "Die Zusammenarbeit mit dem privaten Publikum stellt inzwischen nicht nur eine wesentliche Säule der geschäftlichen Aktivitäten dar, sondern auch einen immanenten Bestandteil der 'Unternehmensphilosophie'."[3)]

---

1) vgl. Gutenberg, E.: a.a.O., S. 48 f

2) vgl. hierzu Nieschlag, R.; Dichtl, E.; Hörschgen, H.: a.a.O., S. 114 f

3) Wolf, H.: Banken-Marketing: Populär statt exklusiv, in: Volkswirt Nr. 38, 1970, S. 42

Die Hinwendung zum Massengeschäft und der durch die Aufhebung bisher bestehender Verordnungen - wie der Bedürfnisprüfung für die Eröffnung von Zweigstellen und der Zinsbindung - zunehmende Wettbewerb haben dazu geführt, daß die Banken marktbewußter geworden sind. Der Wandel vom Verkäufermarkt zum Käufermarkt im Kredit- und Anlagegeschäft bewirkte, daß in den vergangenen Jahren das Marketingdenken auch bei den Banken Eingang fand. Gleichzeitig wurden die Kreditinstitute planungsbewußter, da absatzpolitische Strategien, sollen sie erfolgreich sein, einer sorgfältigen Planung bedürfen.[1] Ferner erforderte die verstärkte und zur allgemeinen Überraschung sehr erfolgreiche Tätigkeit ausländischer Finanzierungsinstitute - vor allem auf dem Investmentmarkt -, daß die deutschen Banken "nicht nur reagieren, sondern auch kreativ agieren mußten."[2]

Nachdem in neuerer Zeit das Marketing-Denken bei den deutschen Kreditinstituten immer mehr in den Vordergrund rückt, vollzieht sich zugleich ein langsamer Wandel in der Politik der Banken gegenüber ihren Kunden. "Maßgebend ist nicht mehr, welche Dienstleistungen anzubieten die Bank bereit ist, sondern die Ausrichtung der Geschäftspolitik auf den Kunden. Der Absatzmarkt steht im Mittelpunkt der bankpolitischen Überlegungen."[3]

---

1) vgl. Endres, W.: Mehr Zwang zum Planen, in Volkswirt Nr. 48, 1969, S. 32

2) Penzkofer, P.: Kreditinstitute - im Sog des Marketing, in: Volkswirt Nr. 35, 1969, S. 31

3) Penzkofer, P.: Marketing und Bankorganisation, a.a.O., S. 126 f

Weniger ausgeprägt vollzog sich diese Entwicklung bis heute bei den Realkreditinstituten, bei denen unserer Meinung nach die Kreditnehmer noch eine bevorzugte Stellung einnehmen. Um in Zukunft gegen die zunehmende Konkurrenz, d.h. die immer umfangreicher und bunter werdende Palette verschiedener Anlagemöglichkeiten, bestehen zu können, müssen die Hypothekenbanken dem Rentenmarkt, als Absatzmarkt ihres Leistungsangebotes im Passivgeschäft, im Rahmen ihrer Unternehmenspolitik den gleichen Rang einräumen wie dem Hypothekenmarkt. Damit wird sich ein Wandel im unternehmerischen Denken vollziehen müssen.

Die Ausrichtung der Bankpolitik auf den Kunden besteht in erster Linie darin, "die Struktur des Marktes und das Marktgeschehen zu erfassen, zu analysieren und daraus die erforderlichen Schlußfolgerungen für die gesamte Unternehmenspolitik zu ziehen sowie die aus den daraufhin getroffenen Entscheidungen resultierenden Entschlüsse und Zielsetzungen durch Planung und Koordination durchsetzen zu helfen."[1] Eine solche Tätigkeit stellt eine echte Führungsaufgabe dar, "weil Erfolg oder Mißerfolg bzw. Zweckmäßigkeit oder Unzweckmäßigkeit über die weitere Teilnahme eines Unternehmens am Marktgeschehen entscheiden."[2] "Die Planung, Durchführung und Kontrolle einer kunden- und gewinnorientierten Absatzpolitik ist Aufgabe der Unternehmensführung."[3] Nieschlag bezeichnet Marketing als

---

1) Linnert, P.: Die neuen Techniken des Marketing, München 1969, S. 23

2) Linnert, P.: a.a.O., S. 23

3) Penzkofer, P.: Marketing und Bankorganisation, a.a.O., S. 135

Unternehmungsphilosophie, d.h. als eine bestimmte Grundeinstellung zu den absatzwirtschaftlichen Aufgaben, denen eine Unternehmung gegenübersteht.[1] "Marketing in diesem Sinne ist durch eine schöpferische Komponente gekennzeichnet, mit deren Hilfe man einem Produkt oder einem Unternehmen Zugang zum Markt zu verschaffen und alle Widerstände im vorhinein auszuräumen sucht."[2]

Eine solche veränderte Einstellung zum Absatzbereich erfordert, zunächst den Begriff des Absatzes im Bankwesen klar zu definieren.

Die traditionelle Bankbetriebslehre teilt die kundenbezogenen Tätigkeitsbereiche in drei Kategorien ein, nämlich in die Aktiv- und Passivgeschäfte sowie das Dienstleistungsgeschäft. Während dabei das Aktiv- und Dienstleistungsgeschäft als Absatz im engeren Sinn betrachtet werden, ist dem Passivgeschäft die Geldbeschaffungsfunktion zugewiesen.[3] Cramer[4] weist darauf hin, daß die Zinsen für das Einlagengeschäft den Hauptkostenfaktor in der Gewinn- und Verlustrechnung darstellen; das Passivgeschäft wird demnach betrieben, um für andere Leistungen die Voraussetzungen zu schaffen.

---

1) vgl. Nieschlag, R.; Dichtl, E.; Hörschgen, H.: Marketing, a.a.O., S. 33 ff und Nieschlag, R.: Begriff, Wesen und Träger des Marketing, in: Heft 22, 1964 der troost-Schriftenreihe, S. 3 f

2) Nieschlag, R.: Was bedeutet die Marketing-Konzeption für die Lehre von der Absatzwirtschaft, in: ZfhF 1963, S. 551

3) vgl. Penzkofer, P.: Marketing und Bankorganisation, a.a.O., S. 127

4) vgl. Cramer, J. E.: Marketing im Bankbetrieb, 2. Aufl. Frankfurt/M. 1970, S. 13

Obwohl sich das Aktiv- und das Passivgeschäft einer Bank völlig gleichwertig gegenüberstehen, führte die Einordnung des Passivgeschäftes als Geld- bzw. Kapitalbeschaffung letztlich dazu, daß sich die bankpolitischen Aktivitäten stärker auf das Aktiv- und Dienstleistungsgeschäft konzentrierten. Schärfer formuliert bedeutet das, daß die Kreditnehmer der Banken bisher eine bevorzugte Stellung gegenüber den Gläubigern innehatten. Der Aussage Penzkofers, daß unter Marketinggesichtspunkten das Passivgeschäft nicht als Geld- bzw. Kapitalbeschaffung eingeordnet werden kann, ist besonders im Hinblick auf die für diese Arbeit relevanten Passivgeschäfte der Realkreditinstitute voll zuzustimmen.[1] Eine auf den Kunden ausgerichtete Geschäftspolitik der Realkreditinstitute muß den Verkauf von Pfandbriefen und Kommunalobligationen als "Absatz von Anlagemöglichkeiten" betrachten. Nur dann ist gewährleistet, daß Hypothekenschuldner und Pfandbriefgläubiger eine gleichrangige Stellung einnehmen.

Das marktorientierte unternehmerische Denken stellt zugleich den Menschen als zentrale Größe des Marktes heraus. Aufgabe der interdisziplinären Forschung wird es deshalb sein, sich auch stärker mit den speziellen Anforderungen des Bank-Marketing zu befassen, um die Leitbilder, Wertschätzungen, Zielvorstellungen und sonstigen Forschungsobjekte, die sich hinter dem absatzdeterminierenden Faktor Mensch verbergen, offenzulegen und zu analysieren.[2]

---

1) vgl. Penzkofer, P.: a.a.O., S. 127

2) vgl. Sommer, R.: Die Marketing-Konzeption und ihr Einfluß auf das absatzwirtschaftliche Intrumentarium des Markenartikels, Diss. München 1968, S. 33 ff; Penzkofer, P.: Kreditinstitute - im Sog des Marketing, a.a.O., S. 33

Marketing am Rentenmarkt erfordert eine genauere Marktsegmentierung. Unter Marktsegmentierung ist dabei die Anpassung des Leistungsangebotes an die Zielvorstellungen eines bestimmten Kundenkreises zu verstehen.[1)]

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß die Marketing-Konzeption die Anbieter von Bankschuldverschreibungen in die Lage versetzen soll, sich an veränderte Marktbedingungen rasch anzupassen sowie durch verbesserte Leistungen neue Kunden zu gewinnen. Marketing am Rentenmarkt ist in diesem Sinn die aktive und zielbewußte Anpassung an die Wünsche und Vorstellungen der einzelnen Käuferschichten.[2)]

Wenngleich sich die Daueremittenten grundsätzlich in einer völlig andersartigen Ausgangsposition befinden als die sogenannten Einmalemittenten, so läßt sich doch feststellen, daß die hier dargestellten Grundprinzipien einer Marketing-Konzeption der Realkreditinstitute sinngemäß auch auf die übrigen Emittenten am Rentenmarkt übertragen werden können. Es kommt bei allen Gruppen entscheidend darauf an, ob die Bereitschaft vorhanden ist, einen Umdenkungsprozeß einzuleiten, sich von alten, liebgewonnenen Vorstellungen zu trennen und dem anlagebereiten Sparer durch eine kundenbezogene Marktpolitik zu beweisen, daß er als gleichrangiger Marktpartner akzeptiert wird.

---

1) vgl. hierzu Penzkofer, P.: a.a.O., S. 33; Drescher, S.: Durch die Bank verschiedene Kunden, in: absatzwirtschaft Heft 17, 1969, S. 35

2) vgl. hierzu Nieschlag, R.; Dichtl, E.; Hörschgen, H.: a.a.O., S. 32

b) Marktforschung als Vorbereitung des Einsatzes der absatzpolitischen Instrumente

Marktbezogene unternehmerische Entscheidungen können nur auf der Basis genauer Informationen über Marktdaten gefällt werden.[1] Unter Marktforschung ist dabei "die Ermittlung und Erforschung aller jener marktbedingten Umwelteinflüsse, die direkte oder indirekte Auswirkungen auf die Durchsetzbarkeit der Zielfunktion(en) der Unternehmung haben"[2] zu verstehen. Die Marktforschung umschließt einerseits die in bestimmten Zeitabständen vorzunehmende Marktanalyse und andererseits die laufende Marktbeobachtung. Die unternehmerischen Entscheidungen der Emittenten basieren jedoch nicht ausschließlich auf gegenwärtigen Marktdaten, "sondern setzen infolge der Veränderungen, denen die Marktgegebenheiten im Zeitablauf unterliegen, zudem eine Antizipation der z u k ü n f t i g e n Marktsituation voraus. Ob und wieweit sich diese Erwartungen realisieren, ist notwendigerweise ungewiß. Auch der Marktforschung ist es nicht möglich, diese Ungewißheit gänzlich zu beseitigen; sie ist jedoch in der Lage, den Ungewißheitsgrad der Erwartungen zu senken."[3]

---

1) vgl. Behrens, K. C.: Demoskopische Marktforschung, a.a.O., S. 135

2) Priewasser, E.: Gedanken zu einem Marktforschungskonzept für Kreditinstitute, in: Das Kreditwesen in Österreich, Festschrift für H. Krasensky, Wien 1968, S. 61

3) Behrens, K. C.: a.a.O., S. 135
Zum Wesen der Marktforschung vgl. ferner Hüttner, M.: Grundzüge der Marktforschung, Wiesbaden 1965, S. 21 ff; zum Problem der Beschaffung von Informationen für die Führung im Absatzbereich vgl. Dichtl, E.: Über Wesen und Struktur absatzpolitischer Entscheidungen, Diss. München 1967, S. 75 ff

Schmölders weist darauf hin, daß es einer umfangreichen "Öffentlichkeitsarbeit", die "außerordentlich viel Phantasie, Einfühlungsvermögen und Geduld"[1] verlangt, bedarf, um neue Käuferschichten für den privaten Wertpapiererwerb zu gewinnen. Unsere Untersuchungsergebnisse haben gezeigt, daß die Zunahme des privaten Wertpapiersparens vergleichsweise langsam voranschreitet. Eine merkliche Vergrößerung des am Kauf von festverzinslichen Titeln interessierten privaten Publikums und damit eine wesentliche Steigerung der Ergiebigkeit des Rentenmarktes ist ohne die intensive Mitwirkung der Großbanken sowie der Institute des Sparkassen- und Genossenschaftssektors nicht denkbar, da sowohl die Einmal- als auch die Daueremittenten auf das große Kundenreservoir dieser Institutsgruppen angewiesen sind.

Während die Ergebnisse der Marktforschung für die Emittenten von Bankschuldverschreibungen eine unerläßliche Voraussetzung einer marktbezogenen Absatzpolitik darstellen, bilden zuverlässige Angaben über die Struktur und die Anlagemotive der verschiedenen Käuferschichten am Rentenmarkt für die übrigen Kreditinstitute einen wichtigen Mosaikstein einer optimalen Anlageberatung.

Bei der heutigen Konkurrenzsituation im Bankgewerbe erscheint es für das einzelne Institut sehr wichtig, daß in den Beziehungen zwischen Bank und Kunden die persönliche Note gefördert wird.[2] Ohne Marktforschung ist die Festlegung der

---

1) Schmölders, G.: Das Wertpapiersparen, in: ZfK 1962, S. 282 f

2) vgl. Iseli, E.: Möglichkeiten des Marketing als Grundlage der Unternehmensführung im Bankwesen, Diss. St. Gallen 1967, S. 140 f

einzelnen Zielgruppen, die die Werbung erreichen und ansprechen soll, nicht möglich. Die Analyse der privaten Käufer hat zum Beispiel gezeigt, daß der Besitz an Wertpapieren bei einzelnen Berufsgruppen trotz ähnlicher materieller Voraussetzungen zum Teil erheblich voneinander abweicht, d.h. die Neigung, Wertpapiere zu kaufen, bei den einzelnen Kundengruppen recht unterschiedlich ausgeprägt ist. Wollen die Banken mittels der absatzpolitischen Instrumente auf den Absatz von festverzinslichen Wertpapieren Einfluß nehmen, müssen sie der Tatsache Beachtung schenken, daß sie nicht einem homogenen Markt von Anlagesuchenden gegenüberstehen, "sondern die potentiellen Käufer sich aus verschiedenen Einkommensklassen und Berufsgruppen zusammensetzen."[1)]

Bei der Analyse der Einflußgrößen des Geschehens am Rentenmarkt spielt der Gemeinschaftsdienst der Boden- und Kommunalkreditinstitute eine wichtige Rolle. So hat der Gemeinschaftsdienst im Jahre 1970 im Rahmen einer Verkaufsförderungsaktion eine Einstellungsanalyse des Publikums und der Effektenberater gegenüber dem Pfandbrief und der Kommunalobligationen durchgeführt, die zum Teil recht interessante Ergebnisse erbrachte. Bei der Untersuchung kristallisierten sich beispielsweise als wichtigste Sparziele der Käufer festverzinslicher Wertpapiere die Vorsorge für das Alter, die Ausbildung und Aussteuer, also in der Regel relativ langfristige Anlageziele, heraus. Die Frage, ob der Kunde neben dem Namen des Emittenten auch den speziellen Sicherheiten der Pfandbriefe und Kommunalobligationen Beachtung schenke, ergab, daß nach Meinung der Berater dem Kunden im allgemeinen der Name der Emittenten genügend Sicherheit bietet.

---

1) Kühl, H.: Das marktpolitische Instrumentarium der Bank unter besonderer Berücksichtigung der Werbung, Diss. Göttingen 1967, S. 120

Bedeutsam erscheinen ferner die Feststellungen, daß die festverzinslichen Wertpapiere von den Effektenberatern bisher im Zusammenhang mit der staatlichen Vermögensbildung und speziell jungen Leuten gegenüber weniger empfohlen wurden.[1)]

Um einen optimalen Wirkungsgrad der marktpolitischen Instrumente zu erzielen, genügt die Auswertung der bereits vorhandenen sekundärstatistischen Unterlagen nicht, sondern es müssen quantitative und qualitative Primärerhebungen ergänzend hinzutreten. So müssen sich heute auch Kreditinstitute in zunehmendem Maße der Methoden des Marketing-Research bedienen, um die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Marketingkonzeption zu schaffen.[2)]

---

1) vgl. dazu im einzelnen Letschert, G.: Verkaufsförderungs-Aktion für Effektenberater, Referat gehalten am 3.9.1970 in Frankfurt/M., Manuskript, S. 8 ff

2) vgl. Cramer, J. E.: Marketing im Bankbetrieb, a.a.O., S. 16

c) Absatzmethode

Unter dem Begriff der Absatzmethode werden alle Möglichkeiten zusammengefaßt, die den Emittenten zur Verfügung stehen, um ihr Leistungsangebot an die Investoren heranzutragen; im wesentlichen handelt es sich dabei um die Vertriebs- oder Absatzwege, die sich am besten für den Verkauf von festverzinslichen Wertpapieren eignen.[1)]

Bei der Durchführung einer Emission sind zwei Wege zu unterscheiden: die Selbst- und die Fremdemission. Beide Wege können gleichzeitig beschritten werden.[2)] In der Regel werden nur die Emissionen von Hypotheken- und Landesbanken von den Emittenten selbst verkauft (Selbstemission).[3)] Außerdem treffen die Realkreditinstitute mit nahestehenden Geschäftsbanken Einzelabsprachen, durch Werbung am Schalter oder Versendung von Verkaufsprospekten, den Verkauf zu unterstützen, ohne jedoch eine Verpflichtung einzugehen.[4)]

Bei der Unterbringung von öffentlichen, industriellen und ausländischen Anleihen ist dagegen die Fremdemission[5)] das

---

1) vgl. a.a.O., S. 127

2) vgl. Hintner, O.: Wertpapierbörsen, a.a.O., S. 89

3) Vor allem die beiden bayerischen gemischten Hypothekenbanken verfügen über ein für diesen Emissionsweg geeignetes weitverzweigtes Vertriebsnetz.

4) vgl. Delorme, H.: a.a.O., S. 50

5) vgl. dazu Karger, F.: Emission von Aktien und Anleihen, Berlin 1928; Steinrücke-Scholze: Das Konsortialgeschäft der Deutschen Banken, Berlin 1956; Hintner, O.: Effektenemission, in: HWB, Bd. II, 1958, Sp. 1521 ff; Mellerowicz, K.: Emissionsgeschäft, in: Palyi/Quittner: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 1957, S. 501 ff; Delorme, H.: a.a.O., S. 46 ff.

vorherrschende Verfahren, wobei die Kreditinstitute die Vermittlung zwischen Emittenten und Publikum übernehmen.

Bei der Begebung festverzinslicher Wertpapiere lassen sich zwei Methoden unterscheiden: die Subskriptionsmethode und der freihändige Verkauf. Die Subskriptionsmethode (Auflegung zur öffentlichen Zeichnung), die seit der Währungsreform praktisch nur mehr bei Anleihen des Bundes, der Bundespost und Bundesbahn Anwendung findet, gliedert sich zeitlich in drei Phasen:[1)]

Aufforderung zur Zeichnung

Auflegung zur Zeichnung

Zuteilung der effektiven Stücke.

Die Schuldverschreibungen werden bei diesem Verfahren zu den im sogenannten Zeichnungsprospekt bekanntgegebenen Bedingungen öffentlich zur Zeichnung aufgelegt. "Als Maßstab für einen guten Emissionserfolg hat sich als Usance durchgesetzt, daß die Anleihe bereits am ersten Tage überzeichnet und die Zeichnung daraufhin vorzeitig geschlossen wird."[2)]

Der Nachteil der Subskriptionsmethode ist darin zu sehen, daß der Rentenmarkt zu einem bestimmten Zeitpunkt mit einer meist relativ hohen Anleihesumme belastet wird, wobei sich die Kapitalnachfrage noch verstärken kann, wenn mehrere große

---

1) vgl. Hintner, O.: Wertpapierbörsen, a.a.O., S. 91

2) Imhof, F.: Die Wertpapieremission und ihre Beziehungen zum Wertpapierhandel, Diss. Frankfurt/M. 1959, S. 130

Emissionen zeitlich zusammenfallen.[1)]

Bei einer Überzeichnung werden die Konsortialbanken versuchen, durch entsprechende Repartierungen bei der Zuteilung die kleinen Zeichner voll zum Zuge kommen zu lassen und die bei günstigem Börsenklima stärker hervortretenden Konzertzeichner möglichst auszuschalten.[2)] Letztere zeichnen größere Beträge, um diese nach kurzer Zeit - sobald der Kurs etwas gestiegen ist - wieder zu verkaufen; ein solches Verhalten widerspricht den Interessen der Emissionshäuser, da sie, um ein Fallen des Kurses zu vermeiden, das schwimmende Material aufnehmen müssen.[3)]

Die Methode des freihändigen Verkaufs ist bei der Begebung von Pfandbriefen bzw. Kommunalobligationen sowie seit dem 2. Weltkrieg auch bei den Industrieobligationen und Anleihen der Bundesländer vorherrschend. Der freihändige Verkauf bei Industrie- und Länderanleihen unterscheidet sich von der Auflegung zur öffentlichen Zeichnung insofern, als für Zeichnungen bei den Konsortialbanken keine Frist gesetzt wird und infolgedessen auch das in der klassischen Form der öffentlichen Zeichnung benutzte Zuteilungsverfahren entfällt. Da die Zeichnungsstellen heute auch bei der öffentlichen Zeichnung vom ersten Tage der Zeichnungsfrist ab im Rahmen ihrer

---

1) Die Empfindlichkeit eines geschwächten Marktes gegenüber größeren Anleihewünschen sei am Beispiel der 250 Mio DM Bundesbahn-Anleihe vom 4.5.65 aufgezeigt. Während der Zeichnungsfrist wurde diese durch die weitere Verschlechterung des Kursklimas praktisch unverkäuflich. Daraufhin entschloß man sich zu dem bis dahin in der Börsengeschichte einmaligen Schritt, während der Zeichnung den Emissionskurs um 1,5% (I) zu ermäßigen. (vgl. 1 1/2% zurück, in: SZ Nr. 111 vom 10.5.1965)

2) vgl. Delorme, H.: a.a.O., S. 59

3) vgl. Obst / Hintner, a.a.O., S. 539

Quote verkaufen, ist der Unterschied zwischen der Subskriptionsmethode und dem freihändigen Verkauf praktisch verwischt.[1)]

Das typische Beispiel für die Methode des freihändigen Verkaufs im engeren Sinn ist das Emissionsgeschäft der Grundkreditinstitute. Der Vorteil gegenüber der Subskriptionsmethode zeigt sich hier in dem gleichmäßigen Absatz, der sich der jeweiligen Lage am Rentenmarkt bzw. am Markt für Hypothekarkredite anpassen läßt. Die Anpassungsfähigkeit an die ständigen Schwankungen des Kapitalangebotes übt zugleich eine stabilisierende Wirkung auf das Börsenklima und die Kursbildung aus.

Bei der Entscheidung für ein bestimmtes Vertriebssystem geht es zunächst darum, ob die Bank ihre Leistungen zentralisiert oder dezentralisiert absetzt.[2)] Die Zielsetzung, möglichst viele private Sparer als neue Käufer zu gewinnen, erfordert, das eigene Leistungsangebot einer breiten Bevölkerungsschicht zu offerieren. Während die gemischten Hypothekenbanken und die Institute des Sparkassen- und Genossenschaftssektors ein weit verzweigtes Filialsystem, über das potentielle Käufer festverzinslicher Wertpapiere erreicht werden können, besitzen, bedienen sich die reinen Hypothekenbanken meist der Zweigstellennetze befreundeter Kreditbanken.

Eine bemerkenswerte Entwicklung hat sich in den ersten Monaten dieses Jahres angebahnt, als bei acht Hypothekenbanken

---

1) vgl. Delorme, H.: a.a.O., S. 60; vgl. auch Oppermann, G.: Börsen- und Wertpapiergeschäfte, Frankfurt/M. und Köln 1957, S. 14

2) vgl. Gutenberg, E.: Der Absatz, a.a.O., S. 123 ff.

neue Mehrheitsverhältnisse geschaffen wurden.[1] Vor allem die Großbanken ordneten "per Tausch" ihre Hypothekenbanken-interessen neu, was weitreichende Folgen für den Verkauf von Bankschuldverschreibungen haben kann, wenn die Hypothekenbanken ihr absatzpolitisches Instrumentarium geschickt einsetzen. Zweifellos ist das Interesse einer Großbank am Absatz des Leistungsangebotes einer Hypothekenbank bei einer eigenen Beteiligung stärker als bei einer nur lockeren Zusammenarbeit. Durch eine enge Zusammenarbeit des Produkt-Managements[2] von Groß- und Hypothekenbank läßt sich ein breites Produktangebot, das sich z.B. im Rahmen verschiedener Sparpläne sinnvoll aufeinander abstimmen läßt und alle Bevölkerungschichten anspricht, verwirklichen.

Als zusätzliche Möglichkeiten, den Vertriebsweg optimal auszunutzen, bieten sich für die Hypothekenbanken z.B. die Eröffnung eines eigenen Beratungsschalters in den größeren Filialen der verbundenen Großbank oder die Abstellung besonders geschulten Personals zur Durchführung von speziellen Verkaufsaktionen auf Messen und Ausstellungen an.

Die erfolgreiche Verbreiterung des Absatzradius einer Hypothekenbank durch Intensivierung der Zusammenarbeit mit einer großen Filialbank hängt in starkem Maße von einer absatzorientierten Organisation der beiden Kreditinstitute ab, wobei versucht werden muß, den Informationsfluß innerhalb der beiden Marketing-Systeme optimal zu koordinieren. Dabei muß berücksichtigt werden, daß der integrative Charakter des Marketing erhebliche Anforderungen an ein Kreditinstitut als System stellt.[3]

---

1) vgl. hierzu Additionsgewinn, in: Wirtschaftswoche (früher: Volkswirt) Nr. 1 und 2, 1971, S. 11; Gut eingekauft, in: Wirtschaftswoche Nr. 18, 1971, S. 9

2) zum Problem des Produkt-Managements vgl. insbesondere Cramer, J. E. und Penzkofer, P.: Produkt-Management im Bankbetrieb, in: Bank-Betrieb 1970, S. 354 ff

3) vgl. hierzu Penzkofer, P.: Marketing und Bankorganisation, a.a.O., S. 143 ff

Möglichkeiten, den Absatzradius auch im Ausland weiter auszudehnen, bieten sich durch Zusammenarbeit auf internationaler Ebene an. So schlossen sich in diesem Jahr z.B. die Algemene Bank Nederland N.V., die Banque des Bruxelles, die Dresdner Bank AG sowie die Bayerische Hypotheken- und Wechselbank zu einer Gruppe zusammen, die über gemeinsame Gremien die einzelnen Interessen koordiniert, wobei jedem Mitglied ca. 6.000 Niederlassungen der verschiedenen Partnerbanken in der ganzen Welt zur Verfügung stehen.[1)] Im Vordergrund derartiger Kooperationen steht zunächst meist eine Koordinierung des Auslandsgeschäftes. In Zukunft dürfte sicherlich auch möglich sein, in verstärktem Maße das übrige Leistungsangebot potentiellen ausländischen Kunden über die Partner der Gruppe zu offerieren und verkaufen.

Eine breite Vermögensbildung in allen Bevölkerungsschichten ist heute als eine der wichtigsten gesellschaftspolitischen Aufgaben anzusehen. Die staatlichen Maßnahmen zur Förderung der Vermögensbildung werden sich in Zukunft zweifellos noch verstärken und sollten deshalb auch die besondere Aufmerksamkeit der Emittenten festverzinslicher Wertpapiere finden.

Von den Kreditinstituten könnten dabei die Möglichkeiten geprüft werden, die eigenen Emissionen in Zusammenarbeit mit befreundeten Firmen direkt an die Arbeitnehmer abzusetzen. Der Verkaufsraum wäre in diesem Fall der Arbeitsplatz, so daß die notwendige Eigeninitiative des Anlegers, die Bank aufzusuchen, entfällt.

---

1) vgl. hierzu Hypo mit der Dresdner Bank im internationalen Konzert, in: SZ vom 23.2.1971; Banken-internationale Stützpunkt-Strategie, in: Wirtschaftswoche (früher: Volkswirt) Nr. 5, 1971, S. 22 f

Die Wahl der Absatzform bestimmt über die Organe, mit denen sich die Bank an ihre Kunden wendet. Die Realkreditinstitute beschränken sich dabei bisher weitgehend auf den Einsatz betriebseigener Organe. Von anderen Banken werden dagegen inzwischen auch Vertreter zur Kundenakquisition herangezogen sowie Dienstleistungen der verschiedenen Geschäftsbereiche über betriebsfremde Verkaufsorgane abgesetzt. So dienen beispielsweise Versandhäuser, Einzelhandels- sowie Versicherungsunternehmen als Vertriebskanäle für Sparbriefe und Investmentpapiere.[1)]

Der wachsende Wettbewerb im Bankgewerbe - nicht zuletzt verursacht durch die aggressiven Verkaufsmethoden amerikanischer Investmentgesellschaften - führte auch dazu, daß der persönliche Kontakt im Rahmen von Kundenbesuchen eine immer wichtigere Rolle spielt. "In dem Maße, wie der Bankschalter als Ort des Kundenkontaktes an Bedeutung verliert, ergeben sich vermehrte Gestaltungsmöglichkeiten für den Einsatz der Absatzform.... Bei der gleichzeitigen Einschaltung mehrerer Absatzformen und Absatzwege ist die Wahrscheinlichkeit groß, daß man einen weiteren Abnehmerkreis erreicht und damit höhere Umsätze und Gewinne erzielt, als wenn man sich auf nur eine Absatzform bzw. einen Absatzweg beschränkt."[2)]

Für Bankleistungen ist im allgemeinen ein indirekter Absatz nicht möglich, da im tertiären Sektor Entstehung und Absatz einer Leistung zusammenfallen.[3)] Der Absatz von festverzins-

---

1) vgl. Cramer, J. E.: Planung und Einführung neuer Dienstleistungen im Bankbetrieb, Diss. München 1969, S. 106

2) Cramer, J. E.: a.a.O., S. 106

3) vgl. Penzkofer, P.: Marketing und Bankorganisation, a.a.O., S. 137; Weiss, U.: Marktforschung der Kreditinstitute, Berlin 1966, S. 59 f

lichen Wertpapieren läßt jedoch zu, sich anderer Unternehmen als Mittler zu bedienen und damit auch neuartige, bisher ungewohnte Absatzformen und -wege einzuführen. Hierdurch wird zugleich die enge Verbindung zwischen Absatzmethode und Standortwahl deutlich; "der ständig noch im Zunehmen begriffene Wunsch des Verbrauchers nach mehr Bequemlichkeit führt aber - nicht zuletzt aus Rentabilitätsgründen - aller Voraussicht nach dazu, daß die Banken nicht nur mit Unternehmen anderer Branchen nach dem Prinzip "shop in the shop" kooperieren, sondern in vielen Fällen gänzlich auf die eigene Mitwirkung beim Absatz an den Letztabnehmer verzichten werden."[1)]

Der indirekte und unpersönliche Absatz könnte beispielsweise über Supermarktketten, Kaufhäuser, Hotels, Tankstellen und ähnliche "Treffpunkte der Konsumenten" durchgeführt werden. Soweit dabei auf eigene Mitwirkung verzichtet wird, entfällt natürlich die individuelle Beratung als Teil der bankbetrieblichen Leistung. Da die Bankschuldverschreibungen jedoch einen "bankbetrieblichen Markenartikel" darstellen, erscheint es durchaus möglich, festverzinsliche Wertpapiere z.B. in ansprechender Verpackung, als Geschenkartikel, über die oben genannten Institutionen zu vertreiben. Derartige Vertriebsmethoden bedürfen natürlich einer sorgfältigen Prüfung und Vorbereitung sowie einer entsprechenden werblichen Unterstützung durch die Massenmedien.

Für die öffentliche Hand wäre in diesem Zusammenhang die Frage prüfenswert, inwieweit die Post- bzw. die Postscheckämter als Vertriebsnetz für die staatlichen Emissionen herangezogen werden können.

---

1) Cramer, J.E.: a.a.O., S. 107

d) Produktgestaltung

da) Begriffliche Abgrenzungen

Als nächster Bereich des absatzpolitischen Instrumentariums wird die Produktgestaltung behandelt. Bevor jedoch auf die verschiedenen Aktionsparameter im einzelnen eingegangen wird, ist es notwendig, einige begriffliche Abgrenzungen vorzunehmen. Dabei muß die Produktgestaltung vor allem von der Preispolitik abgegrenzt werden, obwohl sie mit diesem Instrument in einem sehr engen Zusammenhang steht. Trotz der unmittelbaren Beziehungen, die zwischen Produktgestaltung und Preispolitik bestehen, erweist es sich für die weiteren Erörterungen als zweckmäßig, beide Instrumente gesondert zu behandeln.

Produktgestaltung soll im folgenden nicht als technisches, sondern als ein rein absatzpolitisches Phänomen aufgefaßt werden.[1] "Zur Produktpolitik zählen alle Entscheidungen, die in unmittelbarem Zusammenhang mit einem Produkt getroffen werden; sie umfaßt die Entwicklung neuer Erzeugnisse, die Verbesserung - zuweilen sogar Verschlechterung - vorhandener Erzeugnisse und in Verbindung damit deren zweckmäßige und attraktive Gestaltung."[2]

Die Produktgestaltung der Emittenten am Rentenmarkt umfaßt demnach alle Maßnahmen und Entscheidungen, durch die die Ausstattung der festverzinslichen Wertpapiere determiniert wird. Im einzelnen werden folgende Aktionsparameter analysiert: die Sicherheit, der Nominalzins sowie die Rückzahlungsbedingungen.

---

1) vgl. Gutenberg, E.: Der Absatz, a.a.O., S. 375; Nieschlag, R.; Dichtl, E.; Hörschgen, H.: Marketing, a.a.O., S. 154 f

2) Nieschlag, R.; Dichtl, E.; Hörschgen, H.: a.a.O., S. 155

Die Produktgestaltung hat ebenso wie die übrigen absatzpolitischen Instrumente der Emittenten die Aufgabe, möglichst große akquisitorische Wirkungen zu erzielen, d.h. mit Hilfe einer attraktiven Ausstattung soll ein möglichst breiter Abnehmerkreis für die emittierten festverzinslichen Wertpapiere interessiert werden.

Der Emissionskurs bzw. der Börsenkurs, der in Prozent zum Nennbetrag angegeben wird, ist der Preis, den ein Anleger für den Erwerb eines festverzinslichen Wertpapiers zu bezahlen hat. Die preispolitischen Möglichkeiten, die ein Emittent hat, mit Hilfe des Ausgabekurses seinen Absatz zu beeinflussen, werden in einem gesonderten Kapitel dargestellt. Die Möglichkeiten auf den Börsenkurs, d.h. den Preis am Zirkulationsmarkt, Einfluß zu nehmen, beinhaltet die Kurspflege, die im folgenden ebenfalls als eigenes marktpolitisches Instrument behandelt wird.

Der enge Zusammenhang, der zwischen den einzelnen Instrumenten der Marktgestaltung am Rentenmarkt besteht, läßt eine völlig isolierte Betrachtung einzelner Aktionsparameter nicht zu. Aus diesem Grund ergeben sich aus den weiteren Erörterungen zugleich auch die Verknüpfungen und Wechselwirkungen des gesamten Instrumentariums der Marktgestaltung.

db) Sicherheit

Unter dem Faktor Sicherheit können alle die Rechte subsumiert werden, mit denen eine Emission im einzelnen verbunden ist und die dem Gläubiger im Notfall zustehen.

a) Die Sicherheit der öffentlichen Anleihen wird durch das Vermögen bzw. die Steuerkraft der Emittenten gewährleistet. "Im modernen, auf demokratischer Grundlage aufgebauten Staat ist die Gefahr, daß dieser seinen Anleiheverpflichtungen nicht nachkommt, von Katastrophenfällen abgesehen, relativ gering einzuschätzen. Der Grund liegt darin, daß eine formale Insolvenz des Staates für das gesamte Gemeinwesen unabsehbare Konsequenzen haben würde und schon deshalb vermieden werden muß." [1]

b) Pfandbriefe werden grundsätzlich durch erststellige Hypotheken und sonstige Deckungswerte, die als Ersatzdeckung zugelassen sind, gesichert. Zusätzlich haften die Emittenten mit ihrem Vermögen. Die Sicherheit der Kommunalobligationen garantiert die Steuerkraft und das Vermögen der Kommunen.

c) Für die Industrieobligationen werden meist Sicherheiten in Form von Grundpfandrechten und anderen Pfandrechten bestellt; weiterhin können öffentliche Bürgschaften, Globalsicherungen sowie Negativklauseln als Sicherungsinstrumente dienen.[2] Erhöhte Aufmerksamkeit wird der Anleger der Kreditwürdigkeit

---

1) Reiter, W.: Das Bundesanleihekonsortium, Wiesbaden 1967, S. 308

2) vgl. dazu Rittershausen, H.: Industrielle Finanzierungen, Wiesbaden 1964, S. 207 ff

ausländischer Emittenten zuwenden. Besondere Sicherheiten werden jedoch für Auslandsanleihen im allgemeinen nicht gestellt. Für international nicht sehr bekannte Kapitalnachfrager übernimmt gelegentlich die Regierung im Heimatstaat des Emittenten gegenüber den Anleihegläubigern die unwiderrufliche und unbedingte Garantie für die ordnungsmäßige Zahlung des Kapitals und der Zinsen.[1)]

Der Gesetzgeber hat hinsichtlich der Sicherheit der Kapitalanlage in drei Fällen eine Bewertung von Effektengattungen vorgenommen.

Mündelsicherheit: Mündelsichere Effekten sind die gemäß § 1807 Abs. 1, Ziff. 4 BGB zur Anlegung von Mündelgeldern zugelassenen Wertpapiere. Darunter fallen Bundes-, Länder-, Kommunalanleihen, Pfandbriefe, Kommunalobligationen sowie die Schuldverschreibungen der Kreditanstalt für Wiederaufbau und der Landwirtschaftlichen Rentenbank.[2)]

Lombardfähigkeit: Die Bundesbank gibt im sogenannten Lombardverzeichnis bekannt, welche festverzinslichen Wertpapiere sie als Pfänder für verzinsliche Darlehen an Kreditinstitute (Lombardkredite) annimmt.

Deckungsstockfähigkeit: Versicherungsgesellschaften, die einen Deckungsstock zu bilden haben, dürfen in diesen nur

---

1) vgl. Wielens, H.: a.a.O., S 88

2) vgl. Bruns, G.: Einführung in das Effektenwesen, 2. Aufl., Frankfurt/M. 1965, S. 77

"deckungsstockfähige" Wertpapiere aufnehmen. Darunter fallen die gesetzlich[1] zugelassenen und die vom Bundesaufsichtsamt für das Versicherungs- und Bausparwesen als deckungsstockfähig erklärten Effekten.

Die Frage, wie sicher die verschiedenen festverzinslichen Wertpapiere sind und welche Rolle die Sicherheitsüberlegungen bei Anlageentscheidungen spielen, ist nicht leicht zu beantworten, da hierbei irrationale Faktoren berücksichtigt werden müssen. "Das in einem festverzinslichen Papier liegende Risiko ist wohl der am schwierigsten zu beurteilende Kursbildungsfaktor."[2] Reiter weist darauf hin, daß die Bestellung besonderer Sicherheiten beim Zeichnerpublikum eine zwiespältige Aufnahme finden muß. "Das Ausmaß der gestellten Kreditsicherheiten wird sich umgekehrt proportional zum Grade des Emissionsstandings verhalten, wobei zu beachten bleibt, daß zu großes Entgegenkommen bei der Sicherheitsleistung den Emissionskredit eher weiter abwertet."[3]

Wichtigster Maßstab für die Beurteilung der Bonität bei den Grundkreditinstituten ist die Güte der Spezialdeckung. Durch die strengen gesetzlichen Vorschriften über Umfang und Art der Beleihungen ist eine gleiche Bonität aller deutschen Pfandbriefe und Kommunalobligationen gewährleistet. Bezüglich der Sicherheiten lassen sich demgemäß bei den Realkreditinstituten keine Unterschiede in der Kurs-

---

1) vgl. § 68 des "Gesetzes über die Beaufsichtigung der privaten Versicherungsunternehmungen und Bausparkassen" vom 6.6.1931 RGBl I, S. 315 (geändert d. Gesetz vom 28.2.1955, BGBl I, S. 85)

2) Wolfgang, E.: Die Kursbildung am Rentenmarkt, Stuttgart 1931, S. 63

3) Reiter, W.: Das Bundesanleihekonsortium, a.a.O., S. 309

bildung nachweisen.[1)]

Einen Hinweis auf die jeweilige Wertschätzung des Emittenten durch das Publikum gibt die "Gesamtausstattung", die sich in der Emissionsrendite rechnerisch erfassen läßt. Die Erfahrungen im Untersuchungszeitraum haben gezeigt, daß der "Bekanntheitsgrad" bei industriellen Emittenten eine gewisse Rolle spielt. Für allgemein bekannte Unternehmungen hatte die Bevorzugung durch die Anleger meist etwas niedrigere Begebungskosten zur Folge. Diese Tatsache ist jedoch auf den guten Ruf bzw. den hohen Emissionskredit von Unternehmungen mit Weltrang, nicht aber auf die höhere Bewertung der gestellten Sicherheiten des Emittenten zurückzuführen.

Auf das Problem der Sicherheitsleistungen zur Beseitigung des Geldwertrisikos[2)] soll im Rahmen der Arbeit nicht näher eingegangen werden, da die Deutsche Bundesbank eine Genehmigung für Wertsicherungsklauseln für Zahlungsverpflichtungen aus Schuldverschreibungen und Darlehen nicht erteilt.[3)] Aufgrund der Erfahrungen mit Wertsicherungsklauseln kann gesagt werden, daß derartige Vereinbarungen sich einerseits für den Anleihegläubiger als wenig wirksam erweisen und an-

---

1) vgl. dazu Wolfgang, E.: a.a.O., S. 70

2) vgl. dazu Reiter, W.: a.a.O., S. 312 ff; vgl. auch Kopp, H.: Kaufkraftsicherung bei der Kapitalanlage in Wertpapieren, Winterthur 1964; Fögen, H.: Bedeutung, Anwendungsbereich und Grundsätze für die Anwendung von § 3 Satz 2 des Währungsgesetzes ("Sachwertklauseln"), in: Betriebs-Berater 1958, S. 1259 ff

3) vgl. Mitteilung Nr. 1009/58 der Deutschen Bundesbank betr. Grundsätze bei der Entscheidung über Genehmigungsanträge nach § 3 des Währungsgesetzes (Nr. 2 c der Währungsverordnung für Berlin) vom 12.12.1958 (Bundesanzeiger Nr. 243 vom 18.12.1958)

dererseits den Emissionskredit des Schuldners und das Ansehen der Währung negativ beeinflussen.[1)]

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß dem Faktor Sicherheit bei der Beurteilung der festverzinslichen Wertpapiere durch die Anleger nur mehr im Rahmen der Kapitalanlagevorschriften institutioneller Anleger (Mündelsicherheit, Lombardfähigkeit bzw. Deckungsstockfähigkeit) Bedeutung zukommt. Nach den negativen Erfahrungen bei der Währungsreform können Begriffe wie Grundpfandrechte, Staatsbürgschaften, Mündelsicherheit u.ä. vor allem den privaten Sparer heute nicht mehr beeindrucken.

Die in Deutschland am Markt befindlichen festverzinslichen Wertpapiere lassen sich zwar formal nach den verschiedenen Emittentengruppen, doch nicht in bezug auf Bonitätsunterschiede, aufgliedern.[2)] Soweit die Anleger die festverzinslichen Wertpapiere heute wieder als "sichere" Anlageform ansehen, ist der Grund dafür zweifellos weitgehend im Vertrauen in eine allgemeine Wirtschafts- und Währungsstabilität und nicht etwa in den besonderen Sicherheiten dieser Papiere zu suchen.

dc) Nominalzins

Der Zinsfuß, d.h. die Nominalverzinsung einer neuen Emission, richtet sich nach dem jeweils herrschenden langfristigen

---

1) vgl. Reiter, W.: a.a.O., S. 315; gegenteilige Ansichten finden sich bei Schumann, F.: Sparerschutz bei Kaufkraftminderung, in: ZfK 1966, S. 690 ff

2) vgl. Büschgen, H.E.: Wertpapieranalyse, Stuttgart 1966, S. 355

Zinssatz auf dem Kapitalmarkt.[1] Im Untersuchungszeitraum schwankte die Nominalverzinsung zwischen ca 3% und 8%, wobei festgestellt werden konnte, daß die Emissionen zum überwiegenden Teil mit "glatten Zinssätzen"[2] ausgestattet wurden. Als Instrument zur "Feineinstellung" der Rendite wurde von den Emittenten bevorzugt der Emissionskurs benutzt. Aus diesem Grunde war die unter-pari Emission am Rentenmarkt der Regelfall. In ähnlicher Weise können sich die Emittenten der Agiorückzahlung zur Zinsregulierung bedienen, während ein Rückzahlungsdisagio im allgemeinen nicht in Frage kommt. Allerdings ist bei Pfandbriefen und Kommunalobligationen die Beeinflussung der Effektivverzinsung durch einen über dem Nennwert liegenden Rückzahlungskurs gesetzlich nicht zulässig.

Nominalzins und Ausgabekurs (Preis) stellen für die Renditegestaltung, die durch die sonstigen Faktoren der Produktgestaltung nur noch in mehr oder weniger hohem Maße modifiziert werden kann, die Primärfaktoren dar. Die Starrheit des Zinssatzes, die bei der Langfristigkeit festverzinslicher Wertpapiere besonders ins Gewicht fällt und die gegebenenfalls nur durch eine Konversion gelockert werden kann, erlangt durch das Instrument der Variation des Emissionskurses, d.h. des Preises für den Ersterwerb, eine bedingte

---

1) Genaugenommen gibt es natürlich einen einheitlichen langfristigen Zinssatz gar nicht, sondern aus einer Vielzahl von verschiedenen Zinssätzen festverzinslicher Papiere muß ein repräsentativer Durchschnitt errechnet werden, der als langfristiger Zins und Vergleichsmaßstab angesehen werden kann. Von der Deutschen Bundesbank werden fortlaufend zwei Sätze bestimmt: die Durchschnittsrendite der im Umlauf befindlichen Rentenwerte und die der Neuemissionen (vgl. dazu Entwicklung des Kapitalzinses, in: Bank-Betrieb Nr. 2, 1963, S. 40)

2) z.B. 6%; 6 1/2%; 7%, d.h. Veränderungen wurden bevorzugt in 1/2%-Schritten vorgenommen.

Flexibilität an die wechselnden Bedingungen des Marktes.[1)]

Wenn auch hinsichtlich des Ertrages nur die Effektivverzinsung als Vergleichsmaßstab herangezogen werden kann, ist der nominelle Zinssatz trotzdem nicht ohne Bedeutung. Seine strukturelle Bedeutung liegt in der mehr oder weniger großen Streuung der zu einem bestimmten Zeitpunkt am Rentenmarkt vertretenen nominellen Zinssätze.[2)] Gerade heute ist dieses Problem von großer praktischer Bedeutung, da die relativ starke Zersplitterung der Zinssätze ein sehr uneinheitliches Bild des Rentenmarktes entstehen ließ. Hierdurch können bei den am Rentenmarkt Beteiligten leicht Unsicherheit und Mißtrauen aufkommen, so daß unter Umständen die Beliebtheit der Rentenanlage in starkem Maße beeinträchtigt werden kann.[3)] Diese Aussage wurde von den

---

1) vgl. Reichl, H.: a.a.O., S. 258

2) vgl. Kurz, A.: a.a.O., S. 37

3) vgl. Kurz, A.: a.a.O., S. 37
Die Verteilung des Umlaufs der festverzinslichen Wertpapiere auf die verschiedenen Nominalzinstypen (Stand Ende 1970) läßt sich aus Tabelle IX (Anhang) ablesen. In allen Gruppen überwiegt der 6%ige Typ anteilsmäßig sehr deutlich. Auf die "Sorgenkinder" des Rentenmarktes (5% bis unter 6%) entfallen insgesamt 16,7% des Umlaufs; bei den Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten (25,1%) und Industrieobligationen (28,3%) liegt der Anteil sogar über 20%. Während die sehr hohen Zinssätze (8% und höher) anteilsmäßig mit 8,9% vertreten sind, entfallen bei Kommunalobligationen 12,2%, bei Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten 11,5%, bei sonstigen Bankschuldverschreibungen 14,8% sowie bei Anleihen der öffentlichen Hand 12,0% auf diese Zinstypen. Die Kostenempfindlichkeit der Industrie (Anteil der Titel über 8%: 2,8%) und die Abhängigkeit der Realkreditinstitute vom Hypothekenmarkt (Anteil der Pfandbriefe über 8%: 2,0%) kommt in dieser Statistik klar zum Ausdruck.

Entwicklungen im Untersuchungszeitraum bestätigt.

Die Daueremittenten, die bei jeder Neuemission auch auf die Pflege des Emissionsgeschäftes Rücksicht zu nehmen haben, werden von Marktveränderungen in besonderer Weise betroffen. Der Übergang zu höher verzinslichen Titeln führt regelmäßig zu einer psychologischen Belastung der Altanleger, die sich den Neuerwerbern gegenüber im Nachteil fühlen. Dies kann zu umfangreichen Umtauschoperationen, Rückflüssen, erheblichen Kursschwankungen sowie zu einer allgemeinen Verschlechterung des Marktklimas führen.[1] "Es ist verständlich, daß sich die Daueremittenten vor solchen Entwicklungen scheuen. Im Interesse einer gleichmäßigen Renditeentwicklung und des V e r t r a u e n s ihrer Wertpapierkäufer (insbesondere auch der Großanleger) wird daher das zinspolitische Mittel einer Nominalzinsvariation von den Grundkreditinstituten äußerst vorsichtig gehandhabt. Das gilt auch für äußerlich günstige Emissionssituationen."[2]

Dabei ist noch zu berücksichtigen, daß die Entscheidung der Realkreditinstitute hinsichtlich des zu emittierenden Pfandbrieftyps auch vom Hypothekenmarkt stark beeinflußt wird.[3]

---

1) vgl. Dannemann, W.: a.a.O., S. 132

2) Dannemann, W.: a.a.O., S. 133

3) So weist die Württembergische Hypothekenbank daraufhin, daß im süddeutschen Raum von den Hypothekennehmern größere Disagios nur sehr ungern in Kauf genommen werden; eher zahlt man einen etwas höheren Zins. Um diesem Verhalten der Kreditnehmer Rechnung tragen zu können, kamen die Realkreditinstitute z.B. 1954 gleichzeitig mit 6 und 6 1/2%igen Schuldverschreibungen heraus. (vgl. Württembergische Hypothekenbank: Geschäftsbericht 1954, Stuttgart, S. 6). Durch das gleichzeitige Anbieten verschiedener Schuldverschreibungstypen haben die Hypothekenbanken also die Möglichkeit, in einem sehr bescheidenen Maße eine Art von "Sortimentspolitik" zu betreiben, die den Wünschen sowohl der Kreditnehmer als auch der Kapitalanleger entgegenkommt.

Die Entwicklung der Zinssätze wies im Betrachtungszeitraum insgesamt eine für den Rentenmarkt ungewöhnliche und nachteilige Schwankungsbreite auf. Seit ihrer Freigabe zu Beginn des Jahres 1955 waren die Zinssätze bis 1960 in unaufhörlicher Bewegung. Das heftige Schwanken zwischen ca. 5% und 8% zeigt zugleich, daß dem Rentenmarkt nicht stetig, sondern nur sehr unregelmäßig neue Mittel zugeführt werden konnten.[1)]

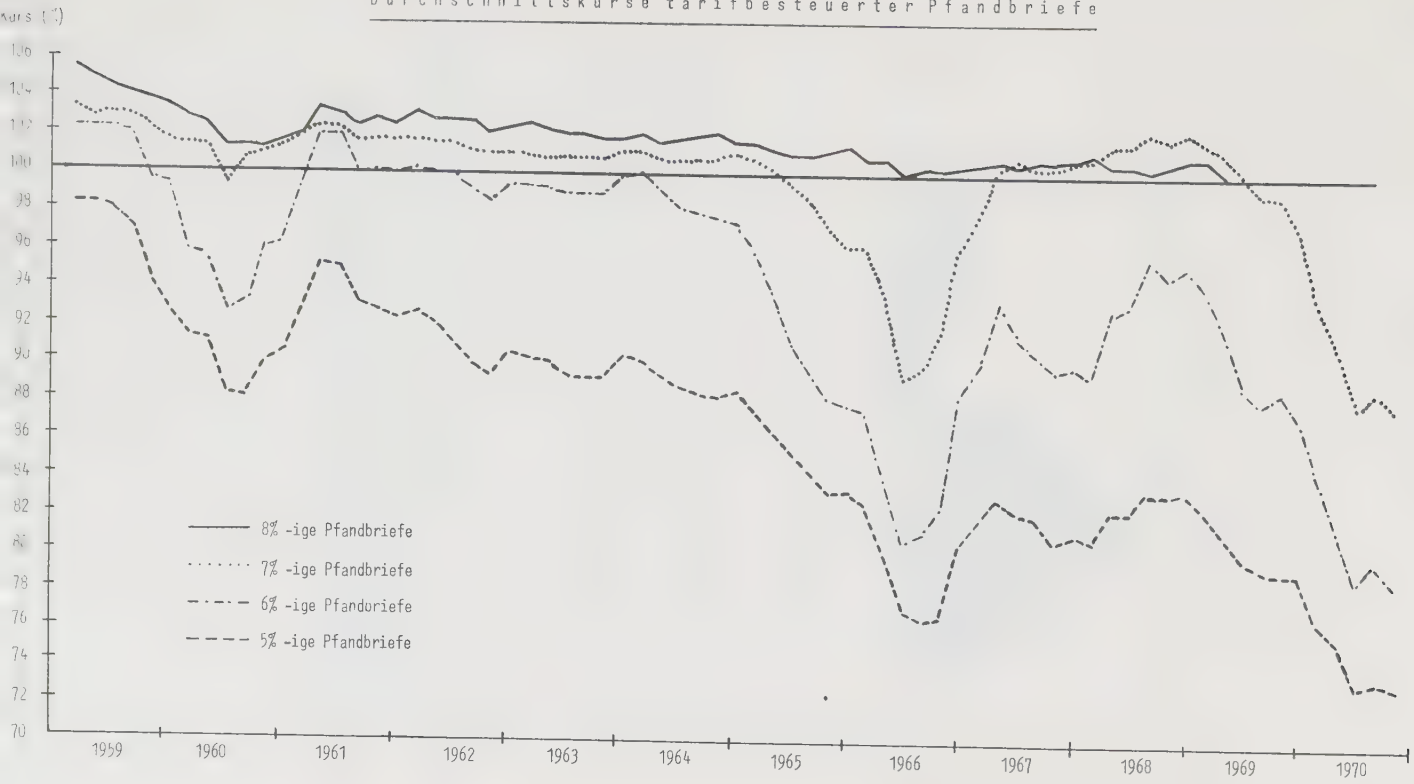
Die Beurteilung der Entwicklung verschiedener Zinstypen im Zeitablauf wird durch eine Gegenüberstellung der Durchschnittskurse in graphischer Form erleichtert. Schaubild 4 zeigt die Kursentwicklung 5%-, 6%-, 7%-, und 8%-iger tarifbesteuerter Pfandbriefe. Deutlich ist die Schlußphase der oben beschriebenen unsteten Marktverhältnisse zwischen 1955 und 1960 erkennbar. Die anschließende Periode bis 1965 war durch den 6%-igen Typ gekennzeichnet und kann als die bisher stabilste Phase des Rentenmarktes in der Nachkriegszeit bezeichnet werden. Die Entwicklung des Marktzinses weist in dieser Zeit - wie aus Schaubild 4 ersichtlich - nur unwesentliche Schwankungen auf. Nicht zu Unrecht wurde lange Zeit vom beliebten "six-appeal", der sich bei allen Anlegergruppen großer Beliebtheit erfreute, gesprochen, da der überwiegende Teil der Emissionen von 1962 bis 1965 auf Papiere mit einer Nominalverzinsung von 6% bis unter 6,5% entfiel (vgl. dazu Schaubild 5).

---

1) vgl. dazu Bundesministerium für Wirtschaft: Möglichkeiten zur Verbesserung der Struktur des Rentenmarktes, Bonn 1960, Sonderdruck S. 2

Schaubild 4

Durchschnittskurse tarifbesteuerter Pfandbriefe



Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank und Statistische Beihefte, Reihe 2

Schaubild 5

Anteil der Emissionen mit einer Nominalverzinsung von 6,0 % bis unter 6,5 %

Quelle: Deutsche Bundesbank: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten, Reihe 2, Juni 1971

Da nicht nur beim Verbraucher, sondern auch beim Wertpapiersparer Kaufgewohnheiten eine wichtige Rolle spielen, wirkte sich das Marktverhalten der Emittenten, möglichst lange ohne eine Zinssatzvariation auszukommen, besonders positiv auf das private Wertpapiersparen aus.[1)]

Die Stabilität des landesüblichen Zinses am Rentenmarkt ist aus der gleichmäßigen Kursentwicklung erkennbar. Diese wies nur Ende 1962 und Anfang 1964, als versucht wurde, mit

1) vgl. Reimann, W.: Die richtige Zinsoptik, in: Handelsblatt Nr. 34 vom 18.2.65; vgl. auch GBbk 1963, S. 49

dem 5 3/4% bzw. 5 1/2%-igen Typ einen noch niedrigeren Zinssatz durchzusetzen, kurzfristig geringfügige Bewegungen auf. Dabei zeigte sich jedoch, daß dem Einsatz des Instrumentes der Zinssatzvariation auch bei günstiger Marktlage Grenzen nach unten gesetzt sind. Vor allem weniger erfahrene und weniger scharf kalkulierende Zeichnerkreise bevorzugen zumeist den höheren Zinstyp, obwohl die Effektivverzinsung niedriger verzinslicher Titel teilweise merklich höher liegt.

Der Emittent muß also bei der Wahl des Nominalzinses auf Ressentiments und sonstige psychologische Hemmnisse des Publikums Rücksicht nehmen. Als klassisches Beispiel sei hierfür die Unbeliebtheit des 5 1/2%-igen Typs gegenüber der Anziehungskraft des Sechsprozenters angeführt.[1] Der Fünfeinhalbprozenter war u.a. deshalb so wenig gefragt, weil er sich bereits in der Vergangenheit als vergleichsweise kursempfindlich erwiesen hatte.[2] Am stärksten waren die Zinssätze bis unter 6% im vergangenen Jahrzehnt 1961 (66%) und 1962 (41%) vertreten, wobei der größte Teil von institutionellen Anlegern aufgenommen wurde, da diese Titel aus den eben genannten Gründen beim breiten Publikum wenig Resonanz fanden (vgl. Tabelle 9).

---

1) vgl. Reiter, W.: a.a.O., S. 253

2) vgl. Leis, J.: Kapitalmarkt ohne Geld, in: Handelsblatt vom 1.2.1962; vgl. auch Rentenmarkt nur wenig verändert - Privatpublikum wünscht 6% Neuemissionen, in: Industriekurier vom 24.2.1962

Tab. 9

Bruttoabsatz von festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten nach Zinstypen
Anteil (%) am Gesamtabsatz

Zeit	unter 5 %	5 % bis unter 6 %	6 % bis unter 7 %	7 % bis unter 8 %	8 % und höher
1961	6	60	34	0	-
1962	10	31	59	0	-
1963	8	9	83	-	-
1964	9	19	72	-	-
1965	1	16	55	28	-
1966	3	5	20	72	0
1967	0	15	58	27	-
1968	0	21	78	1	-
1969[1)]	0	12	66	22	-
1970	-	0	11	25	64

1) Ab 1969 ohne Bank-Namensschuldverschreibungen

Quelle: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2, Wertpapierstatistik

Die Festlegung des Zinssatzes für Staatsanleihen hat eine über die jeweilige Emission hinausgehende Bedeutung, da hierdurch der sogenannte landesübliche Zinsfuß stark beeinflußt wird.[1)]

Die Unterschiede einer marktkonstatierenden und einer marktbeeinflussenden Ausstattungsstrategie, die sich in der Entwicklung der Umlaufs- und der Emissionsrendite niederschlagen, lassen sich beispielsweise an der Zinspolitik der öffentlichen Hand in der Zeit von 1957 bis 1960 darstellen.

---

1) vgl. hierzu auch Kap. C I 1 b)

Im Jahre 1957 war die Strategie der öffentlichen Hand zunächst darauf gerichtet, am Anleihemarkt unbedingt wieder Fuß zu fassen. Infolgedessen lag die Emissionsrendite ca 0,9 - 1,1 Punkte über der Umlaufsrendite und bewegte sich noch bis Februar 1958 auf einem um 0,4 - 0,6 Punkte höheren Niveau.

Zinssenkungstendenzen leiteten anschließend eine halbjährige Phase marktkonstatierender Ausstattungsstrategie ein.[1] "Diese ist dadurch charakterisiert, daß jegliche Kapitalmarktexperimente vermieden werden, indem man sich an der Umlaufrendite orientiert, diese allenfalls geringfügig unterschreitet oder etwas günstigere Konditionen bietet, als es den Marktverhältnissen entspricht. Die marktkonstatierende Strategie erscheint in jeder Beziehung geeignet, eine auf Schaffung, Festigung oder Wiederherstellung des Emissionskredits gerichtete Politik zu unterstützen, weil auch der Markt der bereits umlaufenden Titel geschont wird."[2]

Im letzten Quartal 1958 wurde die Emissionsstrategie bewußt auf einen Zinsrückgang ausgerichtet. Während die durchschnittliche Rendite der im Umlauf befindlichen Papiere am Tiefpunkt der Kapitalzinskurve im Frühjahr 1959 noch bei 5,8% lag, kamen die Anleihen der öffentlichen Hand sowie der Industrie zu einem Zinssatz von 5%, Ausgabekurs 97 3/4 bzw. 98, also auf einer Renditenbasis von 5,2%, heraus.[3] Eine solche Zinssenkungsstrategie konnte nur solange erfolgreich sein, als die Anlagebereitschaft der Investoren durch

---

1) vgl. Reiter, W.: a.a.O., S. 246 ff

2) Reiter, W.: a.a.O., S. 249

3) vgl. Richebächer, K.: a.a.O., S. 72

die Erwartung eines weiteren Rückganges des Zinses stimuliert und die Nachfrage nach Kapital gedämpft wurde.

Der Umschlag der psychologischen Marktbestimmungskräfte im Sommer 1959 und die veränderte Haltung der Deutschen Bundesbank zeigten jedoch, daß man sich mit der gerade beschriebenen Strategie zu weit vorgewagt hatte.[1] "In dem Maße, in dem die Überzeugung Platz griff, daß die Zinsentwicklung wahrscheinlich an einer Wende stehe, begannen die Kapitalanleger Zurückhaltung zu üben, während die Kapitalaufnehmenden ihre bisherige abwartende Haltung aufgaben und nicht nur mit ihrem laufenden Bedarf, sondern zum Teil auch mit bisher aufgeschobenen Kreditwünschen an den Markt bzw. an die Emissionsinstitute herantraten."[2]

"Bei einer Ausstattungsstrategie, die es darauf anlegt, die künftige Entwicklung des Marktes zu eskomptieren, besteht besonders leicht die Gefahr von Fehleinschätzungen marktmäßiger Reaktionen. Nach einem durch falsche Ausstattungspolitik verursachten Emissionsmißerfolg bleibt, um den Markt zu beruhigen, keine andere Wahl als die Rückkehr zur marktkonstatierenden Strategie, auf die man sich ab Ende 1959 besann, ohne dadurch die Reaktion des Kapitalzinses voll kompensieren und dessen stetige Entwicklung sicherstellen zu können."[3] Im Jahre 1960 blieb deshalb keine andere Wahl, als nach einer Periode der aggressiven, auf Zinssenkung ausgerichteten Marktpolitik die Emissionsrendite teilweise beträchtlich über der stark schwankenden Umlaufsrendite anzusetzen.

---

1) vgl. Reiter, W.: a.a.O., S. 249

2) GBbk 1959, S. 43 f

3) Reiter, W.: a.a.O., S. 250

Im folgenden soll noch dargestellt werden, welcher Zusammenhang zwischen der Höhe des zu einem bestimmten Zeitpunkt herrschenden landesüblichen Zinssatzes und der Kursbildung bei den verschiedenen Zinstypen besteht. Theoretisch müßte der Ertrag bei Anlagen gleicher Bonität und gleicher sonstiger Ausstattung - unabhängig von der Höhe des Nominalzinses - derselbe sein. Bei unterschiedlichem landesüblichen Zinssatz müßten sich folgende Kursrelationen (Kurs jeweils 100%) bilden:

a)		b)		c)		d)	
8%	100	8%	116	7%	116	7%	140
7%	88	7%	100	6%	100	6%	120
6%	75	6%	86	5%	83	5%	100

Derartige Kursrelationen werden - trotz der relativ guten Vergleichbarkeit einzelner festverzinslicher Wertpapiergruppen (z.B. Pfandbriefe gleicher Laufzeit) - am Rentenmarkt nicht erreicht. Infolgedessen entstehen zwischen den verschiedenen Zinstypen teilweise erhebliche Renditespannen. Der Grund dafür ist darin zu suchen, daß die Ausstattungsbedingungen meist wenige Jahre nach der Ausgabe der Wertpapiere dem Emittenten das Recht einer teilweisen oder vollständigen Kündigung einräumen. Sobald eine Anleihe den pari-Stand bzw. den Rückzahlungskurs überschritten hat, d.h. eine Zinssenkung eingetreten ist, muß der Anleger mit einer vorzeitigen Rückzahlung rechnen. Dies erklärt, warum jede Emission nach Erreichen der pari-Grenze nur noch eine sehr geringe Steigerungschance hat.[1)]

Im Schaubild 4 kommt dieses sog. Tilgungsrisiko durch den Kursverlauf der 7%- und 8%-igen Titel sehr deutlich zum Ausdruck. Die pari-Grenze konnte jeweils nur geringfügig

---

1) vgl. Wolfgang, E.: Die Kursbildung am Rentenmarkt, Stuttgart 1931, S. 78

überschritten werden, wobei die Umlaufstatistik der Deutschen Bundesbank beweist, daß die Emittenten von der Tilgungsmöglichkeit regen Gebrauch machten.

Im Gegensatz dazu haben die Titel mit niedriger Nominalverzinsung eine echte Kurschance, wenn ein sinkender Zins erwartet wird, "Für diese größere Chance wird mit Recht ein gewisser Überpreis bezahlt, der darin zum Ausdruck kommt, daß die niedriger verzinslichen Anleihen schlechter rentieren als die höher verzinslichen."[1)2)] Neben der Kurssteigerungschance führt Wolfgang[3)] für die niedriger verzinslichen Titel noch die sog. Tilgungschance an, soweit eine bestimmte Tilgung vorgesehen ist. Die Tilgungschance

---

1) Wolfgang, E.: a.a.O., S. 79
Bei geringfügig unterschiedlichen Nominalzinssätzen trifft diese Aussage allerdings - wie am Beispiel des Fünfeinhalb- und Sechsprozenters bereits erläutert wurde - teilweise nicht zu (vgl. S. 128 ff)

2) Aufschlußreich ist es in diesem Zusammenhang z.B. den Kursverlauf der 5%- und 6%-igen Pfandbriefe in den vergangenen 12 Jahren zu vergleichen (siehe Schaubild 4). Während in den Perioden der Stabilität (1961 - 1965) bzw. in den Perioden steigender Kurse (1960/61; 1966/67; 1968) die Differenz zwischen den beiden Typen durchschnittlich 8 - 10 Punkte (d.h. etwa die Hälfte der etwa 16 - 20 Punkte der theoretischen Beispiele) betrug, verringerte sich die Differenz in ausgesprochenen Baisseperioden auf durchschnittlich 4 - 6 Punkte (1960; 1965/66; 1969/70). Zweifellos trägt die relativ größere Kurssteigerungschance des 5%igen Typs wesentlich zu dem weniger starken Abgleiten der Durchschnittskurve bei. Allerdings darf bei diesen Überlegungen nicht übersehen werden, daß der Markt für Sechsprozenter bedeutend breiter als derjenige für Fünfprozenter ist.

3) vgl. Wolfgang, E.: a.a.O., S.79

umfaßt dabei die Kursgewinne, die aus der Spanne zwischen Einstands- und Rückzahlungskurs entstehen können. Da es sich bei den niedriger verzinslichen Papieren am deutschen Rentenmarkt hauptsächlich um Emissionen der Realkreditinstitute mit langen Laufzeiten handelt, spielte der Einfluß der Tilgungschance bisher keine Rolle.

Verschiedentlich wurden in neuerer Zeit von den Hypothekenbanken geringe Teile der umlaufenden 5%- bzw. 5 1/2%-igen Pfandbriefe und Kommunalobligationen vorzeitig zur Rückzahlung zu pari ausgelost.[1] Durch ein derartiges Vorgehen wird zwar nur ein kleiner Kreis von Anlegern betroffen, unserer Meinung nach sollte jedoch der psychologische Effekt dieses Marktverhaltens der Emittenten - sofern solche Aktionen regelmäßig durchgeführt werden - nicht unterschätzt werden.

Zu den Zinszahlungsmodalitäten läßt sich sagen, daß im allgemeinen noch die traditionelle Methode der halbjährlich nachträglichen Zinszahlung üblich ist. Der jährliche Kupontermin, durch den vor allem eine arbeitsmäßige Entlastung und dadurch bedingt eine Kostensenkung erreicht werden kann, hat sich bis heute - trotz guter Erfahrungen in anderen Ländern - in Deutschland noch nicht durchgesetzt.[2] Der Emittent muß bei jeder Neuemission zu vermeiden versuchen, daß sich ein Umtausch seiner bereits umlaufenden älteren Papiere in die neue Anleihe lohnt. Ein Indiz dafür, inwieweit es gelungen ist, für eine Neuemission optimale Bedingungen zu finden, kann deshalb in der Kursentwicklung bereits umlaufender, vergleichbarer Emissionen

---

1) Als erstes Pfandbriefinstitut hat die Bayerische Vereinsbank die Initiative zur freiwilligen Auslosung niedrig verzinslicher Emissionen ergriffen. (vgl. Schönmann, H.G.: Wir haben Dampf gemacht, in: Volkswirt Nr. 30, 1970, S. 66 f)

2) vgl. dazu Reiter, W.: a.a.O., S. 255 ff

gesehen werden.[1] Die Entwicklung am Rentenmarkt hat jedoch gezeigt, daß diese Forderung vor allem für die Daueremittenten zeitweise praktisch unerfüllbar war.

Sehr eng mit dem marktpolitischen Instrument der Kurspflege hängt die sog. Arrosion, d.h. die Heraufsetzung des Zinssatzes durch den Anleiheschuldner, zusammen. Eine solche Maßnahme ist in Erwägung zu ziehen, wenn der Börsenkurs erheblich unter den Emissionskurs abzusinken droht. "Der besondere Effekt dieser Maßnahme ergibt sich aus ihrer Freiwilligkeit. Die Bereitschaft, eine höhere Zinsleistung zu erbringen, ohne vertraglich verpflichtet zu sein, zeugt von einem beachtlichen Verantwortungsgefühl für die umlaufenden Titel."[2]

Wenn ein Emittent das Absinken der Kurse seiner Emissionen unter den Ausgabekurs verhindern will, muß er bei einem stärkeren Ansteigen des Marktzinses damit rechnen, daß erhebliche Beträge zurückgenommen werden müssen (sog. Kursstützung). In einem derartigen Fall stellt die Arrosion eine folgerichtige Entscheidung dar, die das kurspflegende Verhalten ergänzt, wenn dieses allein nicht mehr genügt, um die Zielvorstellungen des Emittenten durchzusetzen. So konvertierte z.B. die Kreditanstalt für Wiederaufbau Ende 1966 ihre in den Jahren 1958 bis 1965 begebenen Anleihen zum nächsten Zinstermin unter teilweiser Anhebung der Rückzahlungskurse auf 7% herauf.[3]

---

1) vgl. Ruhiges Geschäft am Rentenmarkt, in: Blick durch die Wirtschaft, vom 19.2.1962

2) Reiter, W.: a.a.O., S. 423

3) vgl. "Mitteilung der Kreditanstalt für Wiederaufbau an die Inhaber unserer Teilschuldverschreibungen über die Erhöhung von Zinssätzen und Einlösungskursen unserer Anleihen von 1958 bis 1965", in: ZfK 1966, S. 1162. Weitere bekannte Beispiele sind die 1956 auf 6% heraufkonvertierten 5 1/2%-igen Anleihen der Lastenausgleichsbank, der Bundespost, des Landes Niedersachsen sowie Berlins (vgl. Geschäftsbericht der Bank Deutscher Länder 1956, S. 59 f)

Bei einer kritischen Beurteilung des Verhaltens der Emittenten im Untersuchungszeitraum kann grundsätzlich festgestellt werden, daß im Regelfall die Konversionsmöglichkeiten[1] genutzt wurden, während das Instrument der Arrosion recht selten zum Einsatz kam, d.h., die Interessen der Gläubiger wurden allgemein den Interessen der Anleiheschuldner untergeordnet. Trotz dieser Kritik muß natürlich auch berücksichtigt werden, daß infolge des inzwischen beträchtlich angestiegenen Anleiheumfangs Arrosionen sehr schwierige Probleme aufwerfen.[2]

---

1) Unter Konversion im engeren Sinn soll eine Herabsetzung des Zinssatzes verstanden werden.

2) vgl. z.B. die Berechnungen Reiters über den Zinsmehraufwand bei einer Arrosion von Bundesanleihen (Reiter, W.: a.a.O., S. 425); vgl. auch Rittershausen, H.: a.a.O., S. 215 ff

dd) Rückzahlungsbedingungen

Für die Festlegung der Rückzahlungsbedingungen, die ebenfalls die Effektivverzinsung beeinflussen, gibt es verschiedene Möglichkeiten. Da in Deutschland die Rückzahlung zum Nennwert die Regel ist, kommt der Nuancierung der Rendite mit Hilfe des Rückzahlungskurses keine Bedeutung zu. Variationsmöglichkeiten bestehen dagegen bei der Unkündbarkeitsklausel[1], im Hinblick auf die Laufzeit und in bezug auf die Art der Tilgung.[2]

(1) Unkündbarkeitsklausel

Wenn auch die Festlegung der Rückzahlungsbedingungen auf die Höhe der Rendite - und auf den damit verbundenen Nachfrageanreiz - nicht den unmittelbaren Einfluß, wie er der Wahl von Nominalzins und Ausgabekurs zukommt, hat, so kann darin dennoch ein aufschlußreiches Symptom für die Marktpolitik der Emittenten sowie deren Beurteilung der zukünftigen Entwicklung gesehen werden.[3] "Vor allem bei der Unkündbarkeitsklausel ist dies der Fall. Ihr Einsatz und ihre Befristung spiegeln die Ansicht der Emittenten über die Zins- (Kurs-) entwicklung oder ein besonderes Entgegenkommen gegenüber bestimmten Käufern wider. So wird besonders in Zeiten einer Zinssenkungstendenz die Unkündbarkeitsklausel eine sehr beachtete Rolle spielen."[4] Während

---

1) Unter einer Unkündbarkeitsklausel ist die vertragliche Zusicherung des Emittenten zu verstehen, die Emission oder Teilbeträge von ihr nicht vor einem bestimmten Termin zu kündigen. Die Formulierung lautet meist: "Rückzahlung durch Auslosung oder Kündigung ab", "unkündbar bis", auslosbar ab" usw.

2) vgl. Hagenmüller, K. F.: Der Bankbetrieb, Bank I, a.a.O., S. 287

3) vgl. Reichl, H.: a.a.O., S. 272

4) Reichl, H.: a.a.O., S. 272 f

die Kündigungsfrist vor dem 1. Weltkrieg teilweise 10 Jahre betrug[1], liegt sie heute in der Regel zwischen 3 und 5 Jahren. Die Bedeutung der Unkündbarkeitsfrist besteht darin, daß von ihr die maximale Auswirkung des Emissionsdisagios abhängt und vor ihrem Ablauf eine Senkung des Nominalzinses durch Kündigung der gesamten Anleihe nicht möglich ist.[2]

Während der Gesetzgeber den Realkreditinstituten vorgeschrieben hat, daß diese höchstens für einen Zeitraum von 10 Jahren auf das Recht der Rückzahlung verzichten dürfen, hat er für die Pfandbriefgläubiger ein Kündigungsrecht grundsätzlich ausgeschlossen.[3] Auch bei den übrigen festverzinslichen Wertpapieren gibt es in der Regel kein Kündigungsrecht des Gläubigers. Bestimmte Ausnahmefälle sind auf die Versuche, in besonders angespannten Situationen auf dem Rentenmarkt zusätzliche Anreize zu schaffen, zurückzuführen.[4] So wurde beispielsweise bei einigen im Jahre 1953 aufgelegten Industrieobligationen den Gläubigern ein Kündigungsrecht gewährt.[5]

---

1) vgl. Mössner, K. E.: Das deutsche Bodenkreditsystem, Berlin 1934

2) vgl. Hagenmüller, K. F.: Bd. I, a.a.O., S. 287

3) vgl. § 8 Abs. 2 Hyp BkG, § 8 Abs. 2 Schiff BkG

4) Im Ausland lassen sich auch Beispiele für die Einräumung des Gläubigerkündigungsrechtes aus sozialpolitischen Gründen finden. So können z.B. die kanadischen Savings Bonds, deren Erwerb nur natürlichen inländischen Personen in limitierten Beträgen gestattet ist, von den Käufern ohne Kündigungsfrist jederzeit zurückgegeben werden. Ähnliche Bonds werden auch in den USA und in Großbritannien aufgelegt.

5) Nach dem ersten Emittenten dieses Anleihetyps wird das Gläubigerkündigungsrecht auch als "Degussa-Klausel" bezeichnet.

Bis auf die oben erwähnten Ausnahmen spielte jedoch diese Ausstattungsmodalität am deutschen Rentenmarkt keine Rolle. Soweit auf ein Kündigungsrecht des Schuldners verzichtet wurde, behielt sich der Emittent jedoch regelmäßig das Recht auf verstärkte Tilgung vor.[1] Die planmäßigen Tilgungen können also durch die zusätzliche Auslosung einer oder mehrerer Serien verstärkt werden. Soweit die Zahl der zusätzlich auslosbaren Gruppen nicht begrenzt wird, läßt sich durch das Recht zu verstärkter Tilgung der gleiche Effekt erreichen wie durch das Schuldnerkündigungsrecht. Dem Verzicht des Emittenten auf das Kündigungsrecht kommt insofern also nur formelle Bedeutung zu.[2]

Die Bedeutung der Aufnahme solcher Klauseln in die Rückzahlungsbedingungen kann nur in Verbindung mit der jeweiligen Situation und der vermutlichen Entwicklung auf dem Kapitalmarkt beurteilt werden. Wenn ein Emittent jedoch von der vorzeitigen Kündigung bzw. verstärkten Tilgung Gebrauch macht, kann dies bei denjenigen Anlegern, die nicht zu den Erstzeichnern gehörten, zu Verlusten führen.[3] [4]

---

1) So z.B. die 7 % Anleihe von 1966 und die 6 % Anleihe von 1968 des Freistaates Bayern

2) vgl. Schrempf, K.: Noch ein Versuch am Rentenmarkt, in: Börsen-Zeitung vom 7.4.1966

3) vgl. Reiter, W.: a.a.O., S. 279
zum Problem der Konversion vgl. besonders Glembin, H.: Theorie und Technik der Konversionen, Jena 1938; Reimann, W.: Umstellung auf den Sechsprozenter - Die Konversionswelle am Rentenmarkt, in: Handelsblatt vom 9.9.1963; Reiter, W.: a.a.O., S. 418 ff

4) So kündigte z.B. die Süddeutsche Bodencreditanstalt nach nur 3 Jahren Laufzeit die Hälfte des Emissionsbetrages ihrer 7 %igen Kommunalobligationen Reihe K 31 von 1965 zum 1.10.1968 - dem frühestmöglichen Termin. Diejenigen Anleger, die nicht zu den Erstzeichnern gehörten, sondern die Kommunalobligationen über pari (vor der Kündigung notierten sie 101 3/4 %) kauften, mußten durch die vorzeitige Kündigung Verluste hinnehmen. (vgl. Goldene Eier?, in: Wertpapier 1968, S. 627)

Reichl[1] weist daraufhin, daß andererseits die Auslosung bestimmter Tranchen einer Emission vor der Endfälligkeit durch den hierbei möglichen Kursgewinn - vor allem bei Emissionen mit kürzerer Laufzeit - einen durchaus beachtlichen Kaufanreiz darstellen kann. Dies setzt allerdings eine Notierung unter pari voraus.

Eine Analyse der Kursentwicklung im Untersuchungszeitraum zeigt, daß infolge des Tilgungsrisikos größere Kursgewinne bei höher verzinslichen Titeln unmöglich waren. Im Vergleich dazu lagen die Verhältnisse im Ausland günstiger. So können z.B. in der Schweiz, den Niederlanden und Schweden die Schuldner meist erst nach 10 Jahren oder später kündigen. Ähnliches gilt für Anleihen der Weltbank. In den USA, in Kanada und Großbritannien sind die Anleihen in der Regel frühestens 5 Jahre vor dem Ende der Laufzeit kündbar, obwohl auch in diesen Ländern einige Emissionen sehr lange laufen.[2]

(2) Laufzeit

Die Festlegung der Laufzeiten[3] stellte die Emittenten nach der Währungsreform vor sehr schwierige Aufgaben, von denen vor allem die Grundkreditinstitute als Emittenten der Langläufer am Rentenmarkt betroffen waren. Mit Rücksicht auf das noch fehlende Vertrauen der Käufer wurde einerseits für eine

---

1) vgl. Reichl, H.: a.a.O., S. 274

2) vgl. Bundesministerium für Wirtschaft: a.a.O., S. 10

3) Der Begriff der Anleihelaufzeit bedarf einer Präzisierung. Gemäß den Statistiken der Deutschen Bundesbank soll darunter der Zeitraum vom Beginn der bedingungsgemäßen Verzinsung bis zur Endfälligkeit der Schuldverschreibungen verstanden werden. Daneben spielt für die Berechnung der Rendite die sogenannte Restlaufzeit eine wichtige Rolle (Zeitraum bis zur mittleren Fälligkeit des restlichen Umlaufbetrages bei Tilgungsanleihen und bis zur Endfälligkeit bei gesamtfälligen Anleihen).

allgemeine Verkürzung der Laufzeiten plädiert, andererseits wollte man jedoch im Interesse einer gesunden Wohnungsbaufinanzierung von einer gewissen Mindestlaufzeit nicht abgehen. So wiesen die ersten Pfandbriefemissionen des 5 %- und 5 1/2 %igen Typs durchschnittliche Laufzeiten von etwa 30 Jahren auf. Während der Kapitalmarktförderungsperiode waren dann grundsätzlich Laufzeiten von 50 - 70 Jahren üblich.[1] Der zunehmende Konkurrenzkampf um die längerfristigen Mittel ließ in den folgenden Phasen der Rentenmarktentwicklung einen Trend zu kürzeren Laufzeiten erkennen.

Im Laufe der Jahre erfolgt am deutschen Rentenmarkt eine sehr starke Differenzierung der Laufzeiten. In Tabelle 10 ist der Gesamtumlauf der festverzinslichen Wertpapiere inländischer Emittenten nach der längsten Laufzeit (Zeitraum vom Beginn der bedingungsgemäßen Verzinsung bis zur Endfälligkeit) aufgegliedert. Bei Bankschuldverschreibungen entfallen 47 % des Umlaufs auf Laufzeiten von 35 und mehr Jahren, davon laufen alleine 19,8 Mrd. (18 %) über 45 Jahre. 4,7 Mrd. (61 %) der Industrieobligationen laufen im Höchstfall 15 bis unter 25 Jahre. Der größte Anteil - nämlich 11,7 Mrd. (38 %) - der Anleihen der öffentlichen Hand entfällt auf die Gruppe 10 bis unter 15 Jahre. Die längste Laufzeit der Anleihen ausländischer Emittenten schwankte zwischen 7 und 20 Jahren, wobei als häufigster Wert eine Laufzeit von 15 Jahren festgestellt werden konnte.

Bei nicht-gesamtfälligen Anleihen ist für den Anleger nicht so sehr die Gesamtlaufzeit, sondern die sogenannte Restlaufzeit entscheidend.[2]

---

1) vgl. Reichl, H.: Der Pfandbrief und sein Markt seit dem zweiten Weltkrieg, a.a.O., S. 275

2) zu Methodenfragen der Renditeberechnung vgl. Büschgen, H. E.: Wertpapieranalyse, Stuttgart 1966, S. 359 ff

Tab. 10

Umlauf von festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten[1]
(Stand Ende Juli 1970)

Längste Laufzeit[2] gemäß Emissionsbedingungen in Jahren	Insgesamt			Bankschuldverschreibungen			Industrieobligationen			Anleihen der öff. Hand		
	Mio DM Nominalwert	i.v.H.	kumulierte Werte	Mio DM Nominalwert	i.v.H.	kumulierte Werte	Mio DM Nominalwert	i.v.H.	kumulierte Werte	Mio DM Nominalwert	i.v.H.	kumulierte Werte
bis einschl. 4	10.415	7		5.451	5		-	-		4.965	16	
über 4 bis unter 7	6.445	4	11	5.449	5	10	-	-		996	3	19
7 bis unter 10	6.438	4	15	4.789	4	14	595	8		1.054	4	23
10 bis unter 15	23.315	16	31	10.432	9	23	1.213	16	24	11.670	38	61
15 bis unter 20	16.838	11	42	6.976	6	29	2.285	29	53	7.577	24	85
20 bis unter 25	14.333	10	52	7.813	7	36	2.475	32	85	4.046	13	98
25 bis unter 30	9.220	6	58	7.456	7	43	1.136	15	100	629	2	100
30 bis unter 35	11.097	7	65	11.082	10	53	15	0		-	-	
35 bis unter 40	15.863	11	76	15.840	14	67	23	0		-	-	
40 bis unter 45	16.593	11	87	16.593	15	82	-	-		-	-	
45 und mehr	19.842	13	100	19.842	18	100	-	-		-	-	
Gesamtumlauf	150.398	100		111.721	100		7.741	100		30.936	100	

1) ohne Bank-Namensschuldverschreibungen
2) Zeitraum vom Beginn der bedingungsgemäßen Verzinsung bis zur Endfälligkeit der Schuldverschreibungen. Gesondert vereinbarte Laufzeitverkürzungen sind nicht berücksichtigt

Quelle: Berechnet aus den Statistischen Beiheften zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2, Wertpapierstatistik, Dezember 1970

Einen Überblick über die strukturelle Zusammensetzung der umlaufenden Rentenwerte nach Restlaufzeiten vermittelt Tabelle 11. 85 % der Bankschuldverschreibungen weisen heute bereits eine Restlaufzeit von weniger als 20 Jahren, 35 % sogar eine von weniger als 10 Jahren auf. Die Restlaufzeiten bei Industrieobligationen und Anleihen der öffentlichen Hand betragen bei 95 % der jeweils umlaufenden Papiere weniger als 10 Jahre.

Die durch die heftigen Kursschwankungen in den letzten Jahren ausgelöste Diskussion über die Lage auf dem Rentenmarkt hat gezeigt, daß der Festlegung der Laufzeiten eine große emissionspolitische Bedeutung zukommt. Allerdings soll betont werden, daß unserer Meinung nach die positive Wirkung von Laufzeitverkürzungen vielfach überschätzt wird. Es ist nicht abzustreiten, daß der Trend zu kürzer laufenden Titeln sowohl beim Privatpublikum als auch bei den institutionellen Anlegern Anklang gefunden hat, ein Allheilmittel gegen die Rentenmarktmisere kann darin jedoch keineswegs gesehen werden. Außerdem haben obige Ergebnisse gezeigt, daß sich die gesamten umlaufenden festverzinslichen Wertpapiere heute bereits zu einem sehr großen Teil aus Titeln mit relativ kurzen Restlaufzeiten zusammensetzen, d.h., "auch die Zeit macht aus Langläufern Kurzläufer".[1)]

Aufgabe des Emittenten ist es, bei der Festlegung der Anleihelaufzeit die Fristen des Kapitalbedarfs mit der Bereitschaft des Rentenmarktes, eine bestimmte Kapitalbindungsdauer hinzunehmen, abzustimmen.

> "Zwar ist es eine besondere Funktion des organisierten Kapitalmarktes, Kapitalgeber auch zur Anlage solcher Mittel zu

1) vgl. Schönmann, H. G.: Sind die Pfandbrief-Laufzeiten zu lang? in: Handelsblatt vom 5.9.1968

Tab. 11

Umlauf von festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten[1]
(Stand Ende Juli 1970)

Restlaufzeiten[2] in Jahren	Insgesamt			Bankschuldverschreibungen			Industrieobligationen			Anleihen der öff. Hand		
	Mio DM Nominalwert	i.v.H.	kumulierte Werte	Mio DM Nominalwert	i.v.H.	kumulierte Werte	Mio DM Nominalwert	i.v.H.	kumulierte Werte	Mio DM Nominalwert	i.v.H.	kumulierte Werte
bis einschl. 4	22.852	15		12.584	11		794	10		9.474	31	
über 4 bis unter 7	24.713	16	31	12.046	11	22	3.442	45	55	9.225	30	61
7 bis unter 10	28.359	19	50	14.536	13	35	3.117	40	95	10.706	34	95
10 bis unter 15	27.924	19	69	26.005	23	58	388	5	100	1.530	5	100
15 bis unter 20	30.414	20	89	30.414	27	85	-	-		-	-	
20 bis unter 25	13.081	9	98	13.081	12	97	-	-		-	-	
25 bis unter 30	2.895	2	100	2.895	3	100	-	-		-	-	
30 und mehr	160	0		160	0		-	-		-	-	
Gesamtumlauf	150.398	100		111.721	100		7.741	100		30.935	100	

1) ohne Bank-Namensschuldverschreibungen
2) Zeitraum vom Berichtsmonat bis zur mittleren Fälligkeit des restlichen Umlaufsbetrages bei Tilgungsanleihen, bis zur Endfälligkeit bei gesamtfälligen Anleihen

Quelle: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2

veranlassen, die nicht oder nicht mit Sicherheit gleichlang zur Verfügung stehen, wie es der Laufzeit der erworbenen Titel entspräche (sogenannte Fristentransformationsfunktion), weil durch die Institutionalisierung des Anleihehandels die jederzeitige Mobilisierung der Effekten möglich wird. Man muß sich jedoch darüber im klaren sein, daß hierdurch nur eine Umwandlung des Liquditätsrisikos in ein Kursrisiko erfolgt, das um so größer wird, je höher der Anteil derer ist, die nur eine vorübergehende Anlage am Rentenmarkt suchen."[1]

Mit Hilfe einer Laufzeitvariation hat der Emittent in bescheidenem Maße die Möglichkeit, die Rendite zu erhöhen, ohne den Ausgabekurs und den Nominalzins zu verändern. Im Untersuchungszeitraum wurde dieses Regulierungsinstrument hauptsächlich dann angewandt, wenn bei steigendem Marktzins die Schwierigkeit, optisch unauffällig die Konditionen zu verbessern, auftrat.

Bemerkenswert sind in diesem Zusammenhang besonders die Neigung der Bundesemittenten, durch kürzere Laufzeiten Zeichnungsanreize zu schaffen, und der Verzicht, längere Laufzeiten durch Zinszugeständnisse zu erkaufen. "Man darf indes nicht die mit der Verwendung von Kurzläufern verbundene Problematik übersehen, die zum einen darin besteht, daß der tatsächliche Mittelbedarf generell längerfristig ist und somit den Rentenmarkt künftig belastende Umschuldungsaktionen erforderlich werden, und die zum anderen daraus resultiert, daß die in Konkurrenz um Kapitalmarktmittel stehenden privatwirtschaftlichen Anleiheschuldner zu betriebswirtschaftlich bedenklichen Finanzierungsformen gezwungen werden."[2]

Den Käufern mit ausgesprochen liquditätsbetontem Anlagebedürfnis kommen kürzere Laufzeiten insoweit entgegen, als es zu jedem Zeitpunkt Papiere geben wird, bei denen die Rückzahlung

---

1) Reiter, W.: a.a.O., S. 266

2) Reiter, W.: a.a.O., S. 270

oder eine größere Tilgung in naher Zukunft bevorsteht, so daß der Anleger durch entsprechende Auswahl der Papiere die Anlagedauer seinen Bedürfnissen anpassen kann, ohne auf einen Verkauf bzw. eine Beleihung angewiesen zu sein.[1)]

(3) Tilgungsmodalitäten

Mit dem Problem der Laufzeit hängt die Form der Rückzahlung sehr eng zusammen. Die festverzinslichen Wertpapiere in Deutschland sind sogenannte Tilgungsanleihen. Rentenanleihen, bei denen sich der Schuldner lediglich zur Verzinsung, nicht aber zur Rückzahlung des Anleihebetrages verpflichtet, werden heute nicht mehr aufgenommen.[2)]

Die in den Anleihebedingungen im einzelnen festgelegte Form der Rückzahlung bezieht sich einmal auf die Rückzahlungsweise und zum anderen auf den Rückzahlungskurs. Obwohl der Rückzahlungskurs - ähnlich wie der Emissionskurs - eine "Feineinstellung" der Rendite ermöglicht, spielte dieses Regulierungsinstrument bisher keine Rolle, da sich in Deutschland die Rückzahlung zum Nennwert eingebürgert hat. Die Nuancierung der Effektivverzinsung mit Hilfe des Ausgabekurses erscheint vor allem bei den Kleinzeichnern effektvoller, weil das Disagio dem Anleger schon zum Zeitpunkt der Emission zugute kommt.

Bei einem Rückzahlungskurs über pari wird eine Anhebung des Ausgabekurses ermöglicht, wodurch der Emittent einen höheren Anleihegegenwert erlöst. Zugleich wird die Festlegung eines über pari liegenden Rückzahlungskurses eine höhere Kursnotiz

1) vgl. Kurz, A.: a.a.O., S. 178 f

2) vgl. Wohlfarth, K.: Die Wertpapiere und ihre Technik, Stuttgart 1956, S. 13 f

an der Börse bewirken, wodurch sich im Vergleich zu anderen mit derselben Rendite aufgelegten Werten ein besserer optischer Eindruck ergibt.[1)]

Bei der Rückzahlung kann zwischen folgenden Gruppen unterschieden werden:

1) Gesamtfällige Schuldverschreibungen: der Emittent zahlt die Anleihe am Ende der Laufzeit in einer Summe zurück.

2) Nicht-gesamtfällige Schuldverschreibungen: die Rückzahlung erfolgt entweder nach einem bestimmten, von vorneherein festgelegten Tilgungsplan oder in unregelmäßiger Folge. Unregelmäßig tilgbare Anleihen werden üblicherweise jeweils im Umfang der zurückfließenden Deckungsdarlehen eingelöst (z.B. Pfandbriefe). Planmäßig zu tilgende Schuldverschreibungen sind:

   a) Ratenanleihen: der Emittent verpflichtet sich, die Anleihen in jährlich gleichen Beträgen zu tilgen. Bei gleich hohen Tilgungsraten ergeben sich fallende Jahresbelastungen, da die jährlichen Zinsaufwendungen für den Schuldner mit fortschreitender Laufzeit sinken.

   b) Annuitätenanleihen: die jährliche Belastung des Emittenten bleibt gleich, da die Tilgungen um die ersparten Zinsen wachsen.

Die Rückzahlung kann durch Auslosung, freihändigen Rückkauf oder eine Kombination dieser beiden Möglichkeiten erfolgen.

---

1) vgl. Reiter, W.: a.a.O., S. 271

(4) Zusammenfassung und Möglichkeiten zur Verbesserung der Rückzahlungsbedingungen

Im Mittelpunkt der Diskussion über die Ausstattungsmerkmale festverzinslicher Wertpapiere steht seit geraumer Zeit die Frage der Laufzeiten. Es soll an dieser Stelle den vielen Stellungnahmen kein neuer kritischer Beitrag hinzugefügt werden, da Krisensituationen und längerwährende Baisseperioden am Rentenmarkt unserer Meinung nach nicht so sehr von kurzen oder langen Laufzeiten abhängen, sondern - wie die Entwicklung gezeigt hat - zumeist währungs- und zinspolitische Ursachen haben.

Das Problem der Langläufer verliert zudem an Bedeutung, weil sowohl die langlaufenden Emissionen der Nachkriegszeit nach und nach in kürzere Restlaufzeiten hineinwachsen als auch allgemein bei den Neuemissionen inzwischen eine Marktanpassung an kürzerfristige Anlagebedürfnisse festgestellt werden kann.

Die folgende Tabelle zeigt den Bruttoabsatz festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten nach Wertpapierarten und Laufzeiten im Dezember 1970. Danach betrug die längste Laufzeit gemäß Emissionsbedingungen bei Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten sowie bei sonstigen Bankschuldverschreibungen 20 Jahre und bei Industrieobligationen und Anleihen der öffentlichen Hand 15 Jahre. Die längsten Laufzeiten lassen sich naturgemäß bei den Realkreditinstituten feststellen, jedoch stellt sich der Anteil der Emissionen mit einer längsten Laufzeit bis zu 30 Jahren bei Pfandbriefen inzwischen auf 80,3% und bei Kommunalobligationen sogar auf 94,3%.

Tab. 11 a

Brutto-Absatz von festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten nach Wertpapierarten und Laufzeiten (Dez. 1970)

Laufzeit in Jahren[1]	Insgesamt		Pfandbriefe		Kommunal-obligationen		Schuldverschr. v. Spezial-kredit-instituten		sonst. Bank-schuldver-schreibungen		Industrie-obligationen		Anleihen der öff. Hand	
bis einschl. 4	860	29,0	4	1,0	91	8,5	28	12,1	38	20,4	-		700	70,7
über 4 bis unter 7	208	7,0	13	2,6	100	9,4	-		68	36,6	-		27	2,7
über 7 bis unter 10	359	12,1	75	15,2	250	23,4	-		32	17,2	-		3	0,3
über 10 bis unter 15	720	24,2	79	16,1	355	33,2	3	1,3	19	10,2	4	100	260	26,3
über 15 bis unter 20	336	11,3	25	5,1	82	7,7	201	86,6	29	15,6	-		-	
über 20 bis unter 25	186	6,3	109	22,2	78	7,3	-		-		-		-	
über 25 bis unter 30	141	4,8	89	18,1	51	4,8	-		-		-		-	
über 30 bis unter 35	85	2,9	30	6,1	55	5,1	-		-		-		-	
über 35 bis unter 40	37	1,2	35	7,1	2	0,2	-		-		-		-	
40 und mehr	36	1,2	32	6,5	4	0,4	-		-		-		-	
Insgesamt	2.970	100 %	491	100%	1.069	100 %	232	100 %	185	100 %	4	100 %	990	100 %

1) Längste Laufzeit gemäß Emissionsbedingungen (gesondert vereinbarte Laufzeitverkürzungen sind nicht berücksichtigt)

Quelle: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2

Der Trend zur weiteren Verkürzung der Laufzeiten hat sich auch in diesem Jahr fortgesetzt. Somit erscheint uns auch eine gesetzliche Regelung der Laufzeiten im Rahmen der Novellierung des Hypothekenbankgesetzes nicht erforderlich und sinnvoll, da von einem solchen Eingriff keine wesentliche Verbesserung der Lage der Anleger erwartet werden kann und der Markt selbst in der Lage ist, sich an veränderte Bedingungen anzupassen.

Um den Realkredit im erwünschten Ausmaß auch zukünftig kurz- und mittelfristiges Kapital nutzbar zu machen, wurde von Raida vorgeschlagen, das Prinzip der Fristenkongruenz mindestens teilweise aufzuheben. Die Begebung von Schuldverschreibungen kurzer und mittlerer Laufzeit in den vergangenen Jahren beweist, daß die Realkreditinstitute ein graduelles Abgehen vom althergebrachten Refinanzierungssystem bereits vollzogen haben. Ebenso bestätigt ein Blick auf das Ausland, wie z.B. die Schweiz, Österreich und die Niederlande, daß ein differenziertes Refinanzierungssystem mit einer verantwortungsbewußten Geschäftspolitik durchaus vereinbar ist. Dies würde bedeuten, daß die Realkreditinstitute sich nicht mehr ganz darauf beschränken, Kreditvermittler zu sein, sondern zugleich auch teilweise die Funktion von "Fristentransformatoren" übernehmen.[1)]

Mehrmals wurde bereits betont, daß unserer Meinung nach die Käufer von Pfandbriefen und Kommunalobligationen gegenüber den Hypothekenschuldnern in starkem Maße benachteiligt

---

1) vgl. Raida, H.: Die Konkurrenzsituation zwischen den festverzinslichen Wertpapieren, in: DlK 1968, S. 378; vgl. auch Wunner, H.: Die Refinanzierung des langfristigen Realkreditgeschäftes, in: DlK 1968, S. 459 f; Kärcher, F.W.: Die "Kurzläufer-Psychose" am deutschen Rentenmarkt, in: DlK 1968, S. 95 f

sind. Diese Benachteiligung kommt in den Argumenten sehr deutlich zum Ausdruck, mit denen Vorschläge zu einer Besserstellung des privaten Sparers bisher abgelehnt werden. "Würden die Pfandbriefinstitute aus Konkurrenzgründen gezwungen sein, generell auf kürzere Wertpapierlaufzeiten auszuweichen, so müßten sie die auch hinsichtlich des Zinssatzes unkündbare Tilgungshypothek aufgeben. Die Vorteile dieser Hypothek kommen in erster Linie dem Wohnungsbau zugute, sind also gesamtwirtschaftlicher Art. Daher sollte es ein allgemeines Anliegen sein, sie nicht von der Refinanzierungsseite her in Gefahr zu bringen."[1] "Die geschäftspolitischen Entscheidungen der Hypothekenbanken haben sich primär an der Darlehensnachfrage zu orientieren. Die im Darlehensgeschäft erreichbaren Konditionen (Zins, Laufzeit, Auszahlungssatz usw.) bestimmen - als Wechselwirkung des Prinzips der Deckungs- und Ertragskongruenz - die Ausstattung der Schuldverschreibungen."[2]

In den hier wiedergegebenen Meinungen spiegelt sich eine deutliche Priorität des Schuldnerinteresses wider. Dem ist jedoch unserer Meinung nach unter Marketing-Aspekten nicht zuzustimmen. Eine kundenorientierte Absatzpolitik muß dem Kunden am Rentenmarkt den gleichen Rang einräumen wie dem Kunden am Hypothekenmarkt. Es soll nicht bestritten werden, daß dem Realkredit eine hervorragende Bedeutung für den Wohnungsbau zukommt, jedoch scheint es nicht gerechtfertigt, die wirtschaftlichen Risiken, die in der allgemeinen konjunkturellen Entwicklung liegen, allein dem Käufer festverzinslicher Wertpapiere aufzubürden.

---

1) Deutsche Pfandbriefanstalt, Jahresbericht 1967, S. 13

2) Verband privater Hypothekenbanken, Geschäftsbericht 1969, S. 44

Das häufig verwendete Argument, daß dem Risiko einer Zinssteigerung (Kursverluste) die entsprechende Chance einer Zinssenkung (Kurssteigerung) gegenübersteht, ist nicht stichhaltig, weil dem Schuldner im Gegensatz zum Gläubiger ein Kündigungsrecht zusteht. Die Ausführungen Wunners verdeutlichen, wie sehr den Hypothekenbanken bei Zinssenkungen die Hände gebunden sind: "Die Kritik, daß bei hochverzinslichen Bankschuldverschreibungen langer Laufzeit von den Emittenten in der Vergangenheit ein vorzeitiges Kündigungsrecht ausgeübt wurde, sobald es aufgrund einer Senkung des Kapitalmarktzinses realisierbar war, berücksichtigt nicht, daß hier in aller Regel den Emittenten vorher ihre korrespondierenden hochverzinslichen Aktivgeschäfte von den Schuldnern weggekündigt worden waren und sie diese zurückgeflossenen Mittel aufgrund der veränderten Zinssituation nicht mehr neu ausreichen konnten."[1] Das bedeutet also, daß der im Hinblick auf die Zinsentwicklung "schlecht" disponierende Hypothekenschuldner seine Entscheidung jederzeit rückgängig machen kann, während der Käufer festverzinslicher Wertpapiere seinerseits keine Möglichkeit hat, ohne Verlust seine niedrig verzinslichen Titel in höher verzinsliche umzutauschen.

Obwohl der gesamtwirtschaftliche Wert zinsstabiler langfristiger Darlehen für die Kostenentwicklung am Wohnungsmarkt sicherlich sehr hoch einzuschätzen ist, darf die Zinsabhängigkeit der Mieten dennoch nicht dazu führen, daß der Pfandbriefsparer das Risiko der Geldentwertung zu übernehmen hat. Die Entwicklung der Mieten hat außerdem gezeigt, daß die Vorteile der unkündbaren zinsstabilen Tilgungshypothek keineswegs allein dem Wohnungsmarkt zugute gekommen sind. Es erscheint deshalb angemessen, die Risiken im langfristigen

---

1) Wunner, H.: a.a.O., S. 460

Kreditgeschäft gleichmäßiger auf Schuldner und Gläubiger zu verteilen und eine gerechtere Wertung der beiderseitigen Interessen vorzunehmen.

Das Verhalten der Sparer hat sich im Vergleich zu früheren Jahrzehnten verändert. Die Liquidierbarkeit, d.h. die jederzeitige Verfügbarkeit der angelegten Vermögen, spielt heute bei der Anlageentscheidung eine große Rolle. Hinzu kommt ein stärker ausgeprägtes Ertragsdenken, das eine stetige kritische Überprüfung der Anlageentscheidung verlangt. Deshalb ist auch der Hinweis auf die 100%ige Einlösung nicht mehr angebracht, zumal diese meist erst in ferner Zukunft liegt.[1)]

Sicherlich stimmt das vielgebrauchte Argument, daß den privaten Sparer Kursverluste "auf dem Papier" nicht zu beunruhigen brauchen, zumal ihm im Bedarfsfall die Möglichkeit der Depotbeleihung offensteht, womit Notverkäufe vermieden werden können. Dabei wird jedoch der psychologische Effekt, den nicht realisierte Kursverluste ausüben, übersehen, denn kein Käufer festverzinslicher Wertpapiere sieht es gerne, wenn er in kürzester Zeit 10% bis 20% Substanzverlust im Wert seines Depot feststellen muß.

Aus den bisherigen Darlegungen ergibt sich die Konsequenz, die Kündigungs- und Tilgungsmodalitäten in Zukunft besser auf die Wünsche der Anleger abzustimmen. Nur durch eine

---

1) vgl. hierzu Thoma, F.: Der manipulierte Zins, in: SZ vom 20./21.9.1969; Schwarzer, O.: Pfandbriefe: Make-up bitter nötig, in: SZ vom 22./23.11.1969; Brestel, H.: Prügelknabe Pfandbrief, in: FAZ vom 19.9.1970

publikumsgerechtere Ausstattung wird es möglich sein, die bisher bestehende Ungleichheit zwischen Hypothekenschuldnern und Pfandbriefgläubigern zu beseitigen und damit auch das Interesse derjenigen Käuferschichten, die das bisher hohe Risiko einer Anlage am Rentenmarkt scheuten, zu gewinnen. Zweifellos besteht auch bei den bisherigen privaten Käufern festverzinslicher Wertpapiere noch ein großes Kapitalreservoir, das aufgrund der schlechten Erfahrungen in den vergangenen Jahren anderweitig angelegt wurde und das unter günstigeren Bedingungen sicherlich dem Rentenmarkt zugute käme.

Dabei muß noch die Frage beantwortet werden, welche Zielsetzung bei einer Besserstellung der Gläubiger verfolgt werden sollte. Als Oberziel kann die Abschwächung des derzeitig außerordentlich hohen Kursrisikos einer Rentenanlage festgelegt werden. Die Veränderungen der Rückzahlungsmodalitäten sollen also nicht den absoluten Schutz vor Kursschwankungen bewirken, denn sonst würde der Charakter einer Effektenanlage verlorengehen.

Aus diesem Grunde ist auch das Bundeswirtschaftsministerium von seinen Plänen, die Kündigungsvorschriften für Pfandbriefgläubiger und Hypothekenschuldner gleichzuschalten, wieder abgekommen. Die Einräumung des Kündigungsrechtes an die Inhaber von Bankschuldverschreibungen als größtes Zugeständnis an das Gläubigerinteresse erscheint keine geeignete Maßnahme zur Beruhigung des Rentenmarktes, da die Konzedierung einer solchen Klausel den langfristigen Charakter festverzinslicher Wertpapiere verfälschen und eine Gefahr für die Liquidität des Emittenten heraufbeschwören würde.[1)]

---

1) vgl. Reiter, W.: a.a.O., S. 280

Einen gangbaren Weg hat die Frankfurter Hypothekenbank mit der Schaffung einer nach zehn Jahren anwendbaren Zinsanpassungsklausel aufgezeigt. Dieser ungewöhnliche und unserer Meinung nach richtige Schritt bedeutet, "daß die einseitige Begünstigung des Sachwertbesitzers bei anhaltender mehr oder weniger heftiger Geldentwertung gegenüber dem Sparer in nominellen Geldforderungen abgebaut wird."[1)]

Die Aufnahme einer Zinsanpassungsklausel in die Verträge über langfristige Hypothekendarlehen stellt für die Unternehmenspolitik der Realkreditinstitute eine weitreichende Entscheidung dar. Um ein echtes Gegengewicht zum Kündigungsrecht des Hypothekenschuldners zu bilden, erscheint diese Lösung langfristig gesehen als angemessen und praktikabel; die oben genannte Frist von 10 Jahren sollte sich dabei noch um die Hälfte verkürzen lassen. Sicherlich wird durch das Recht der Bank, den vereinbarten Zinssatz nach bestimmten Zeitabschnitten den Marktbedingungen anzupassen, die Überschaubarkeit der Belastung des Schuldners mit festen Zins- und Tilgungsraten beeinträchtigt. Dieser Nachteil wird jedoch durch die Verbesserung des Marktklimas - bewirkt durch die gerechtere Behandlung des Gläubigers und die Ausschaltung extremer Kursschwankungen - wieder ausgeglichen.

Den Wünschen der Kapitalanleger nach kürzeren Laufzeiten und feststehenden Rückzahlungsterminen kam die Bayerische Vereinsbank, München, im Jahre 1969 durch die Ausgabe eines neuartigen Pfandbrieftyps mit Ratentilgung entgegen. Diese Anlagevariante unterscheidet sich von den Emissionen mit herkömmlicher Ausstattung durch eine mittlere Laufzeit von 15 1/2 Jahren sowie die nach Ablauf von fünf Freijahren einsetzenden gleichbleibenden zweijährlichen Raten, mit denen

---

1) Zinsanpassungsklausel, in: FAZ vom 7.5.1971

der Pfandbrief zurückgezahlt wird.[1)]

Mit einer noch kürzeren Laufzeit von längstens zehn Jahren stattete die Rheinische Hypothekenbank, Mannheim, ihren "Jubiläumspfandbrief" aus. Die Verzinsung ist zudem gestaffelt. Sie steigt von 6 1/2% in den ersten beiden Jahren bis auf 10% in den letzten beiden Jahren. Ferner ist dieser erste "variable" Pfandbrief praktisch vom fünften Jahr an mit einer Kursgarantie ausgestattet, die durch entsprechende Kurspflege gewährleistet werden soll. Die Ausstattung deutet bereits darauf hin, daß sich dieser Pfandbrief mehr zur Finanzierung gewerblicher Objekte als von Wohnungen eignet. Die Rheinische Hypothekenbank hat mit dieser Emission eine Möglichkeit aufgezeigt, die Pfandbriefe in Zukunft kundengerechter auszustatten und das Problem einer mit zunehmendem Geldwertschwund notwendig werdenden Brücke zwischen dem wachsenden Wert der mit den Hypothekengeldern finanzierten Immobilie und dem abnehmenden Geldwert des Pfandbriefes zu lösen.[2)]

Eine weitere Möglichkeit, die hohen Kursverluste der vergangenen Jahre auf ein überschaubares Maß herabzudrücken, kann in der Variation der Tilgungsbedingungen gesehen werden. Während bei Anleihen der öffentlichen Hand sowie Industrieobligationen planmäßige Tilgungen die Regel sind, ist dies bei den Emissionen der Realkreditinstitute nur in einigen wenigen Fällen vorgesehen. "Für den Anleihegläubiger hat eine planmäßige Tilgung den Vorteil, daß bei steigendem Kapitalzins die Kurse weniger sinken als bei Anleihen

---

1) vgl. Pfandbriefe mit Ratentilgung, in: SZ vom 1./2.2. 1969; Bayerische Vereinsbank: Pfandbrief Report Nr. 1, 1969

2) vgl. Pfandbrief mit Pfiff, in: SZ vom 17./18.7.1971; Der erste "Variable", in: Wirtschaftswoche (früher: Volkswirt) Nr. 29, 1971, S. 127

ohne planmäßige Tilgung. Andererseits ist bei einem Sinken des Kapitalzinses die Kurssteigerung geringer."[1)]

Wesentlich ist dabei, die derzeit bestehende Inkongruenz zwischen der Struktur des Aktiv- und des Passivgeschäftes zu beseitigen. "Heute bestehen die Deckungswerte der Pfandbriefe wohl fast ausschließlich und die der Kommunalobligationen zum weit überwiegenden Teil aus Darlehen mit laufender Amortisation, während die zur Finanzierung dieser Darlehen emittierten Schuldverschreibungen nur eine feste... Endfälligkeit haben."[2)]

Eine Verpflichtung der Emittenten von Bankschuldverschreibungen, planmäßige und außerplanmäßige Rückflüsse aus den Hypothekendarlehen zur Einlösung von Schuldverschreibungen des korrespondierenden Zinstyps zu verwenden, hat zwar zur Folge, daß Wiederausleihungen unter Zugrundelegung eines Mischzinssatzes eingeschränkt bzw. aufgegeben werden müssen, ist jedoch unter dem Gesichtspunkt einer kundenbezogenen Absatzpolitik am Rentenmarkt als zweckmäßig und notwendig anzusehen. "Auch unter kreditpolitischem Blickwinkel hätte es sicher manches für sich, wenn durch ein solches Verfahren mittelbar ein Zwang ausgeübt würde, neue Ausleihungen stets zu den jeweils am Markt herrschenden Sätzen zu refinanzieren."[3)] "Der Verzicht auf erneute Ausleihung von Tilgungsrückflüssen und, dadurch ermöglicht, eine öftere und frühzeitigere Auslosung von Pfandbriefen wird sich mit einer größeren Transparenz am Markt, einer besseren Kursgestaltung und dadurch einer Verstärkung des Neugeschäftes

---

1) Bundesministerium für Wirtschaft: Möglichkeiten zur Verbesserung der Struktur des Rentenmarktes, a.a.O., S. 13 f

2) Pfleiderer, O.: Der Kapitalmarkt im Wirkungsfeld von Währungs- und Finanzpolitik, in: DlK 1970, S. 274

3) a.a.O., S. 275

auf der Aktiv- und Passivseite bezahlt machen."[1)]

Die Ausgestaltung der Tilgungsmodalitäten hat eine weitreichende Wirkung auf die Kursentwicklung. "Will man einen kursberuhigenden Einfluß ausüben, so ergibt sich bei den Tilgungsbedingungen schon von vornherein ein bedeutungsvoller Ansatzpunkt."[2)] Eine planmäßige Tilgung kann dabei mit Hilfe von Auslosungen und durch die Einrichtung eines Tilgungsfonds vorgenommen werden. Für beide Tilgungsformen lassen sich Vor- und Nachteile anführen. Der größte Nachteil der Auslosung liegt darin, "daß häufig die Stücke der Sparer ausgelost werden, die freiwillig noch auf eine Tilgung verzichtet hätten, während andere, die ihre Wertpapieranlage liquidieren wollen, bei der Auslosung nicht berücksichtigt werden."[3)]

Andererseits vermindert sich bei der Tilgung durch Rückkauf für den Wertpapierbesitzer die Chance, zu pari ausgelost zu werden. "Dieser Nachteil ist für den langfristigen Anleger von untergeordneter Bedeutung, da er ja in erster Linie an den laufenden Zinszahlungen interessiert ist ... Für unvorhergesehen erfolgende Verkaufsnotwendigkeiten hat er dagegen den Vorteil, nicht in v o l l e m Umfang von der Marktlage abhängig zu sein."[4)]

---

1) Lubowski, H.: Die Bedeutung des Pfandbriefs am Rentenmarkt, in: ZfK 1969, S. 833

2) Möller, W.: Mehr Phantasie durch Tilgungsfonds für Rentenpapiere? in: Bank-Betrieb Nr. 4, 1967, S. 106

3) Raida, H.: Freihändiger Rückkauf stützt Kurse, in: Volkswirt Nr. 32, 1966, S.1587

4) Möller, W.: a.a.O., S. 107

Eine sinnvolle Kompromißlösung wäre unserer Meinung nach eine Verbindung beider Tilgungsarten, etwa in der Form ein Drittel Auslosung und zwei Drittel freihändiger Rückkauf. Zugleich sollte mit der Auslosung kein Zwang ausgeübt werden, sondern dem Wertpapierbesitzer innerhalb einer bestimmten Frist eine Einlösung zu pari angeboten werden. Soweit auf die Einlösung verzichtet wird, könnten die freien Mittel dem freihändigen Rückkauf zugute kommen.[1)]

Diese Vorschläge bringen sicherlich für das Aktivgeschäft der Daueremittenten erhebliche Probleme mit sich, die letztlich zu Lasten der Hypothekenschuldner gelöst werden müssen. Die "Gleichberechtigung" von Pfandbriefsparer und Hypothekenschuldner erfordert jedoch ein Umdenken und eine Neuausrichtung der Absatzpolitik im Aktiv- und Passivgeschäft. Nur wenn sich die Realkreditinstitute dazu entschließen, ist unserer Meinung nach die Labilität des Rentenmarktes zu überwinden. Gleichzeitig wird auch für die übrigen Emittenten ein Signal gesetzt, für den Fall von Änderungen der Marktdaten entsprechende Zinsanpassungen generell einzuplanen.

Ein sichtbares Zeichen einer mehr kundenbezogenen Politik ist in der freiwilligen Rücknahme alter niedrig verzinslicher Pfandbriefserien durch eine Reihe von privaten Hypothekenbanken sowie öffentlich-rechtlichen Kreditanstalten zu sehen.[2)]

---

1) In diesem Zusammenhang sei auf ein Vorzugsangebot der Bayerischen Vereinsbank, München, hingewiesen, die ihren Kunden eigene Emissionen 1/2% unter dem jeweiligen Ausgabekurs für Kupons-Gutschrift und 1% unter dem jeweiligen Ausgabekurs für Gutschrift aus Verlosung anbietet.

2) vgl. hierzu Hohe Rendite per Losglück, in: Wirtschaftswoche (früher: Volkswirt), Nr. 23, 1971, S. 63

e) Preispolitische Möglichkeiten

Da die Ausstattung (Produktgestaltung) der Marktobjekte bereits als eines der Instrumente der Marktgestaltung behandelt wurde, muß zunächst die Frage beantwortet werden, ob es gerechtfertigt ist, die Preispolitik[1] gesondert darzustellen. Dies erscheint deshalb zweckmäßig, weil zunächst nur untersucht wurde, welche Möglichkeiten die Kapitalnachfrager haben, mit Hilfe der verschiedenen Anleihemodalitäten eine optimale Ausstattung ihrer Emissionen zu erreichen. Es galt dabei die Entscheidungsfindung zu analysieren und die Motive sowie Nutzenerwartungen herauszuarbeiten. Jetzt ist die Frage zu beantworten, ob die Emittenten festverzinslicher Wertpapiere Preispolitik betreiben können, d.h. mit Hilfe des absatzpolitischen Instrumentes des Preises, ihren Absatz so bestimmen können, daß ihre Zielfunktion optimiert wird.[2] [3] Als Preis eines festverzinslichen Wertpapiers wurde dabei der Emissions- bzw. Börsenkurs definiert.[4]

---

1) "Preispolitik bedeutet, die in Hinblick auf die Zielsetzung eines Unternehmens 'richtigen' Preisforderungen und / oder Preisgebote zu bestimmen. Dabei sind die Ziele, die angestrebt werden sollen, als gegeben anzunehmen. Sie werden im Rahmen der übergeordneten Betriebspolitik festgelegt." (Jacob, H.: Preispolitik, Wiesbaden 1963, S. 14

2) vgl. dazu Penzkofer, P.: Marketingprobleme im Investmentwesen, Diss. München 1967, S. 123

3) Die Preispolitik wird in der Absatzwirtschaft vielfach als das entscheidende absatzpolitische Instrument angesehen. Trotz der großen Bedeutung dieses Aktionsparameters läßt sich jedoch nicht leugnen, daß der Preispolitik im allgemeinen oder zumindest in sehr vielen Fällen andere Mittel vorgezogen werden, die weniger gefahrvoll als das Agieren mit dem Instrument Preis erscheinen (vgl. Nieschlag / Dichtl / Hörschgen: Marketing, 4. Aufl., Berlin 1971, S. 231 f

4) vgl. S. 123

Der Faktor, der bei der Wertschätzung der Kapitalanleger die maßgebliche Rolle spielt, ist der Ertrag, wobei die wichtigste Komponente für die Berechnung der Rentabilität eines Rentenpapiers dessen Zinssatz ist. Da dieser jedoch in seiner Höhe bei den einzelnen Emissionen schwanken, d.h. sich nach der jeweiligen Marktlage richten wird, kann hinsichtlich des Ertrages nur die Effektivverzinsung als Vergleichsmaßstab herangezogen werden.[1)] Die Effektivverzinsung hängt im wesentlichen vom Emissionskurs, vom Ertrag aus der Nominalverzinsung, von der Laufzeit sowie vom Rückzahlungskurs ab.

Grundsätzlich kann festgestellt werden, daß für alle Emittenten bei der Festlegung der Konditionen ein sehr enger Rahmen vorgegeben ist. So sind die zinspolitischen Entscheidungen der Deutschen Bundesbank feststehende Daten, die der einzelne Emittent in seine Kalkulation einbeziehen muß. Aus Rentabilitätsgründen sind die Emittenten außerdem nicht in der Lage, von dem zu einem bestimmten Zeitpunkt herrschenden landesüblichen Zins, der in der Effektivverzinsung zum Ausdruck kommt, abzuweichen und eine aktive Preispolitik zu betreiben. Insbesondere für die Realkreditinstitute würde sich ein solches Marktverhalten aus Rücksicht auf das Prinzip der Kongruenz des Aktiv- und Passivgeschäftes verbieten.

Zu konformem Marktverhalten kommt es jedoch nicht nur aus betriebswirtschaftlichen sondern auch aus psychologischen Gründen. Ein vergleichsweise niedriger Ausgabekurs (d.h. eine überdurchschnittliche Rendite) dürfte sich im Regelfall eher negativ auf den Emissionskredit des Anleiheschuldners auswirken, da ein besonders "günstiger Preis" Zweifel an dessen Bonität auslösen wird.

---

1) vgl. Hintner, O.: Wertpapierbörsen, a.a.O., S. 124

An die Stelle der in der Sortiments- und Produktpolitik des Handels und der Industrie bestehenden Beziehung zwischen Preis und Qualität[1] tritt am Rentenmarkt eine Beziehung zwischen Rendite und Risiko, die sich am deutlichsten in dem Renditevorsprung von Auslandsanleihen gegenüber vergleichbaren Inlandsanleihen auswirkt. Für einen potentiellen Investor bedeutet dieser Renditevorsprung eine Risikoübernahmeprämie, die - wie die Emissionspraxis gezeigt hat - vom Emittenten möglichst niedrig gehalten wird.[2] Die im Einzelfall günstigeren Konditionen einer Auslandsanleihe sind demnach nicht das Ergebnis eines Preiswettbewerbs zwischen in- und ausländischen Schuldnern, sondern das Äquivalent für die Übernahme des mit dem Erwerb von internationalen Emissionen verbundenen höheren Risikos.

Bei der Beurteilung der preispolitischen Möglichkeiten der Emittenten am Rentenmarkt muß vor allem die unmittelbare Beziehung, die zwischen Preis und dem Ausstattungsmerkmal Zinsfuß besteht, Berücksichtigung finden. Eine Veränderung des Preises, d.h. des Ausgabekurses, ist unter der Bedingung einer gleichbleibenden Rendite ohne eine gleichzeitige Veränderung des Nominalzinses nicht möglich.

Die dichten Beziehungen zwischen dem Preis und den Instrumenten der Produktgestaltung, insbesondere dem Zinsfuß, lassen deshalb am Rentenmarkt preispolitische Entscheidungen wie z.B. in der Konsumgüterindustrie nicht zu. Der Zinsfuß eines Rentenpapiers könnte z.B. recht anschaulich mit dem Begriff des "Modells" in

---

1) vgl. Sandig, C.: Betriebswirtschaftspolitik, 2.Aufl., Stuttgart 1966, S. 213 ff; Penzkofer, P.: Marketingprobleme im Investmentwesen, a.a.O., S. 125

2) vgl. hierzu Humbert, C.: a.a.O., S. 59 ff, S. 67ff

der Automobilbranche oder aber mit der Verpackungsgröße eines Verbrauchsgutes verglichen werden.[1] Während in den genannten Beispielen der Preis für eines der Modelle bzw. für eine der Verpackungsgrößen aus preispolitischen Gründen herabgesetzt werden kann, ohne am Modell bzw. dem Inhalt der Verpackungsgröße etwas zu verändern, ist ein derartiges Vorgehen am Rentenmarkt nicht möglich.

Der Emittent ist aus den oben genannten rentabilitätspolitischen und psychologischen Gründen gezwungen, sich bei einer Emission an den landesüblichen Zinsfuß zu halten, der die Richtgröße für die Festlegung der Rendite seiner Emission darstellt. Hält der Emittent es für zweckmäßig, den Preis, d.h. den Ausgabekurs , möglichst niedrig zu halten, ist er gezwungen einen entsprechend niedrigen Zinsfuß festzulegen, der durch die Rendite determiniert wird. Obwohl auch in anderen Bereichen preispolitische Maßnahmen in der Regel nicht isoliert getroffen werden können, da sie immer eng mit den anderen in einer konkreten Situation möglichen absatzpolitischen Maßnahmen verflochten sind, zeigen die bisherigen Ausführungen deutlich, daß den preispolitischen Möglichkeiten der Emittenten am Rentenmarkt nicht die gleiche Bedeutung wie den anderen Instrumenten der Marktgestaltung beizumessen ist.[2]

Abschließend sei noch kurz auf die sogenannte Bonifikationen hingewiesen, die mit gewissen Einschränkungen als preispolitisches Instrument angesehen werden können. Allerdings beschränkt sich die Rolle der Bonifikation auf die Käufe von Kapitalsammelstellen und sonstigen Großabnehmern.[3] Reichl[4] weist ferner darauf hin, daß der eigentliche Sinn und Zweck der Bonifikation weniger

---

1) z.B. Verpackungsgröße mit 5 kg, 6 kg oder 7 kg Inhalt

2) vgl. Jacob, H.: a.a.O., S. 15

3) vgl. Reichl, H.: a.a.O., S. 268

4) vgl. Reichl, H.: a.a.O., S. 268; vgl. hierzu auch Reiter, W.: a.a.O., S. 370 ff

in einer Verbesserung der Rendite (Ausnahme: Mengenbonifikation), sondern in einer Leistungsvergütung für die Einhaltung der Sperrfrist liegt, innerhalb welcher die übernommenen Rentenwerte vom Letztabnehmer nicht zurückfließen dürfen.

Ein wichtiger Gesichtspunkt für die Anleger ist dagegen die Frage nach der zukünftigen Kursentwicklung der einmal gekauften Papiere. Neben allgemeinen anlagepolitischen Erwägungen spielt dabei der Emissionskredit des Anleiheschuldners eine entscheidende Rolle. Aus diesen Überlegungen wird deutlich, daß der Kurspflege als wirksamem absatzpolitischen Instrument große Bedeutung beizumessen ist.

f) Kurspflege

fa) Wesen und Aufgabe

Es wurde bereits darauf hingewiesen, daß die Tätigkeit der Kreditinstitute mit der Placierung einer Emission noch nicht abgeschlossen ist. Als weitere Aufgaben folgen, sowohl im Interesse der Emittenten als auch der Käufer, die Börseneinführung und eine entsprechende Kurspflege. Während früher zuerst die Börseneinführung und anschliessend die Placierung erfolgte, ist die Reihenfolge heute in Deutschland umgekehrt.[1] Da sich der Emittent anhand der Kursentwicklung und der Umsätze laufend ein Bild über Konstellationen und Stimmungen am Rentenmarkt machen kann, sind Börseneinführung und Notierung nicht nur für die jeweils hiervon betroffenen Schuldtitel, sondern auch für künftige Emissionen von großer Bedeutung.[2]

Dasselbe gilt auch für die Kurspflege. Sie soll gewährleisten, daß der Käufer seine Papiere jederzeit zu einem marktgerechten Kurs - d.h. unbeeinflußt von zufälligen Schwankungen - wieder veräußern kann. Das kurspflegende Institut tritt dabei als Käufer auf, wenn ein zu großes Angebot die Kurse absinken lassen würde, und setzt bei starker Nachfrage die aufgenommenen Titel wieder in Umlauf. "Kurspflege bedeutet also eine laufende Einflußnahme auf die Kursbildung an der Börse durch Kauf- oder Verkaufsaufträge, um einen ordnungsgemäßen Kurs zu erhalten bzw. wiederherzustellen."[3]

---

1) vgl. Gericke, H.: Die Börsenzulassung von Wertpapieren, Wiesbaden 1961, S. 63 ff

2) vgl. Reiter, W.: a.a.O., S. 399

3) Bösch, H.J.: Die Kurspflege bei Wertpapieren, Frankfurt/M. 1959, S. 34

"Aufgabe und Ziel der Kurspflege können nur sein, die täglichen und zufälligen Schwankungen von Angebot und Nachfrage von Schuldverschreibungen an der Börse auszugleichen, kurzfristige Kursrückschläge aufzufangen und grobe Ausschläge in der Kursentwicklung mit Baissewirkung ohne schädliche Wirkung zu mildern und damit durch Zufälligkeiten bedingte Schwankungen in der Kursbildung zu verhindern."[1)]

Eine pflegliche Behandlung des Börsenkurses darf also nicht so weit gehen, daß er die Verbindung mit dem wirklichen Marktgeschehen verliert.[2)] Auf dieses Problem weist Schrempf hin, als 1965 während der beginnenden Baisseperiode vielfach von einer Vernachlässigung der Kurspflege der öffentlichen Hand gesprochen wurde: "Die bisweilen zu hörende zum Teil heftige Kritik an dieser mangelhaften Kurspflege für die Anleihen der öffentlichen Hand, namentlich des Bundes, Bahn und Post, ist völlig verfehlt. Es wäre geradezu verhängnisvoll, wollte irgendein Emittent, zu allerletzt die öffentliche Hand, auf den Gedanken kommen, durch unbegrenzte Aufnahme des Angebots eigene Emissionen in Millionen oder gar Milliarden eine Kursstabilität zu erzwingen versuchen, die auf dem Wege gelegentlicher Kursregulierungen nicht zu erreichen ist. Führt eine solche Regulierung nicht zur Normalisierung des Marktes, so ist dies ein untrügliches Zeichen für eine grundlegende Änderung der Verhältnisse, der wie auch immer Rechnung zu tragen ist."[3)]

---

1) Barocka, E.: Zur Problematik der Kurspflege bei festverzinslichen Wertpapieren, in: DIK 1959, S. 372

2) Zum Problem der Abgrenzung des Begriffes "Kurspflege" von verwandten Begriffen vgl. besonders Bösch, H.J.: a.a.O., S. 35 ff

3) Schrempf, K.: Effektenmarkt, in: Börsen-Zeitung vom 26.1.1965

Baehring bezeichnet die Kurspflege am Rentenmarkt als Gratwanderung: "Stets ist die bange Frage zu stellen, ob man jetzt "kapitulieren" oder die letzten Interventionsreserven noch einsetzen soll in der Erwartung, damit den Anschluß an eine Marktnormalisierung (oder was dafür gehalten wird) zu gewinnen."[1)]

Das marktpflegende Verhalten führt Bösch[2)] im wesentlichen auf vier Hauptmotive, die als Zielsetzungen der Kurspflege angesehen werden können, zurück:

a) Schaffung, Erhaltung und Verbesserung der Kreditwürdigkeit bzw. des Emissionskredits

b) Verbesserung der Wettbewerbsposition auf dem Kapitalmarkt

c) Schaffung und Erhaltung eines funktionsfähigen Kapitalmarktes

d) Vermeidung von Kursverlusten an den Wertpapierbeständen der Banken.

Die Erfahrungen bei der Kurspflege zugunsten fremder Wertpapiere haben gezeigt, daß es einem Emissionskonsortium gelingt, auch die Papiere weniger bekannter Gesellschaften gut zu placieren, wenn es einen Ruf für sorgfältige Kurspflege genießt. Die Emissionsinstitute übernehmen die Unterbringung von Anleihen deshalb vielfach nur, wenn sie gleichzeitig mit der Kurspflege beauftragt werden.

---

1) Baehring, B.: Kurspflege - aber für wen? in: Handelsblatt vom 20.3.1969

2) vgl. Bösch, H.J.: a.a.O., S. 38 ff

Die Durchführung der Kurspflege liegt gewöhnlich bei den Kreditinstituten, da diese an der Börse vertreten sind und die jeweilige Marktlage besser übersehen können als die Emittenten selbst. Die Banken betreiben also einmal bei ihren eigenen Schuldverschreibungen und zum anderen bei fremden Rentenwerten im Rahmen des Emissionsgeschäftes bzw. im besonderen Auftrag der Emittenten Kurspflege.[1] Die Kurspflege bei den Bankschuldverschreibungen wird teils vom Emittenten selbst (an der Heimatbörse), teils von befreundeten Instituten (an auswärtigen Börsenplätzen) durchgeführt.[2]

Die technische Durchführung der Kurspflege für die Bundesanleihen obliegt der Deutschen Bundesbank.[3]

---

1) Als Richtwert für den Anleihenennbetrag, der von der Kurspflegestelle für Rechnung des Anleiheschuldners zu Kursregulierungszwecken aufgenommen wird, kann 5% der jeweils im Umlauf befindlichen Obligationen angenommen werden. Obwohl der Anleihevertrag zwischen Schuldner und Konsortium die Kurspflege regelt, liegt in der Praxis die Entscheidung darüber, wann die Kurspflege am günstigsten einzusetzen hat, in welcher Art und mit welcher Intensität sie durchzuführen ist, jedoch weitgehend im Ermessen der Banken. Wichtig ist dabei eine gute Zusammenarbeit der Kurspflegestellen mit den Börsenmaklern, die den Interventionskurs kennen und die dadurch, daß die vorliegenden Aufträge oft mehrere Kurse zur Wahl lassen, nennenswerte Einwirkungsmöglichkeiten auf das Kursbild haben. (vgl. Bösch, H.J.: a.a.O., S. 54; Imhof, F.: a.a.O., S. 64; Tegethoff, G.: Das Treuhandgeschäft der westdeutschen und amerikanischen Banken, Köln und Opladen 1963, S. 64 ff)

2) vgl. Bösch, H.J.: a.a.O., S. 49 ff

3) In Frankfurt und Hamburg nimmt die Deutsche Verkehrs-Kredit-Bank die Kursregulierung der Bundesbahnanleihen vor. Seit 1961 führt die Deutsche Bundesbank auch die Kurspflege für die Anleihen verschiedener Länder sowie der Kreditanstalt für Wiederaufbau und der Lastenausgleichsbank durch (vgl. GBbk - z.B. 1968, S. 134; 1969, S. 133)

fb) Kurspflege im Untersuchungszeitraum

Da die Banken über das Ausmaß der aufgenommenen Effekten keine genauen Informationen publizieren, lassen sich über den Umfang der Kurspflege am Rentenmarkt Aussagen nur schwer treffen. Anhand einiger Beispiele soll jedoch versucht werden, die Problematik und die Auswirkungen dieses wichtigen marktpolitischen Instrumentes der Emittenten aufzuzeigen.

Grundsätzlich kann festgestellt werden, daß alle Emittenten versuchen müssen, ein Höchstmaß an Effizienz in der Kurspflege zu erreichen, da dieses marktpolitische Instrument das Emissionsstanding entscheidend mitbestimmt und einen wesentlichen Faktor im Konkurrenzkampf um den privaten und institutionellen Anleger darstellt.[1] Die Erkenntnis, daß erst durch die zielbewußte Kurspflege ein dauernder und ausreichender Absatz von Schuldverschreibungen ermöglicht wird, läßt sich jedoch in der Praxis nicht immer problemlos in die Tat umsetzen.

Der Einsatz der Kurspflege wird durch das Kurs-, Liquiditäts- und Rentabilitätsrisiko begrenzt.[2] Außerdem sind langfristige Zinssteigerungen im Anfangsstadium meist schwer erkennbar, da zunächst allgemein versucht wird, durch eine zurückhaltende Emissionspolitik den Markt zu schonen und den landesüblichen Zins zu stabilisieren. Infolge der Schwierigkeit, die Markttendenz vorherzubestimmen, kann in der Praxis keine genaue Grenze zwischen Kurspflege und Kursstützung gezogen werden.

---

1) vgl. Reiter, W.: a.a.O., S. 417

2) vgl. Tegethoff, G.: a.a.O., S. 67

"In ein Dilemma kann eine Kursstützungspolitik namentlich staatlicher Emittenten deshalb geraten, weil sie sich der Währungspolitik der Zentralbank, die obendrein Kursregulierungsstelle ist, auf längere Sicht unterordnen muß".[1)]

Schlägt die Kurspflege in eine Kursstützung um, besteht meist auch die Gefahr einer Marktspaltung. Solche negativen Folgen einer falsch verstandenen Kurspflege zeigten sich beispielsweise in den Jahren 1955/1957, als verhältnismäßig hohe fiktive Börsenkurse gehalten wurden, Veräußerungen jedoch nur zu sog. "grauen Marktpreisen" möglich waren.[2)]

Das bekannteste Beispiel erfolgreicher Kurspflege im Untersuchungszeitraum stellt zweifellos die Kreditanstalt für Wiederaufbau dar, deren Marktpolitik darauf gerichtet war, den Kurs ihrer Obligationen nicht unter den Emissionskurs sinken zu lassen.[3)] Der einmal erworbene gute Ruf bewirkte,

---

1) Reiter, W.: a.a.O., S. 403
Besonders negative Erfahrungen mußte in dieser Hinsicht die Deutsche Bundesbank nach Ankündigung der Kuponsteuer im Jahre 1964 machen (vgl. dazu die ausführliche Analyse Reiters, a.a.O., S. 403 ff)

2) vgl. Bösch, H.J.: a.a.O., S.113

3) Das Instrument der Kurspflege wurde von der KfW - soweit erforderlich - mit dem Instrument der Konversion gekoppelt. Dabei darf natürlich nicht übersehen werden, daß eine derartige Politik dadurch erleichtert wurde, daß der Gesamtbetrag der umlaufenden Schuldverschreibungen im Verhältnis zur Bilanzsumme relativ gering war. Für Realkreditinstitute wäre ein solches Marktverhalten beispielsweise nicht möglich. Im Gegensatz zum Daueremittenten ist jedoch der Einmalemittent darauf angewiesen, seinen Kapitalbedarf an dem von ihm gewünschten Zeitpunkt - d.h. auch in ausgesprochenen Baisseperioden - decken zu können, wozu ihm eine wohlabgewogene Kurspflege wertvolle Hilfe leistet. So fanden die Anleihen die Anleihen der KfW auch während Schwächeperioden des Marktes jederzeit genügend Abnehmer und wurden meist überzeichnet.

daß die Neigung der Käufer, sich bei allgemein sinkenden Börsenkursen wieder von ihren Papieren zu trennen, wegen des Vertrauens auf die Kurspflege nur gering war. Die Kreditanstalt für Wiederaufbau weist in ihren Geschäftsberichten darauf hin, daß die im Interesse der Kurspflege aufgenommenen Papiere regelmäßig bald wieder untergebracht werden konnten und im Verhältnis zum Umlauf an Schuldverschreibungen jeweils nur ein kleiner Bestand gehalten werden mußte.[1] Auffallend hohe Bestände an eigenen Schuldverschreibungen mußten - wie nachfolgende Übersicht verdeutlicht - nur in den Jahren 1965/1966 zurückgekauft werden, als sich gegenüber vergleichbaren Anleihen Renditeunterschiede von bis zu 2,5% ergaben.

Tab. 12

Kreditanstalt für Wiederaufbau

	Emissionsvolumen (Mio DM)	Bestand an eigenen Schuldverschreibungen (Mio DM)	%
1959	711,5	1,2	0,2
1960	883,2	1,1	0,1
1961	1.036,4	1,6	0,2
1962	1.267,2	2,0	0,2
1963	1.526,3	6,9	0,5
1964	1.874,7	11,0	0,6
1965	2.117,8	185,4	8,8
1966	2.155,8	233,1	10,8
1967	2.409,0	13,3	0,6
1968	2.341,8	14,1	0,6
1969	2.254,4	58,1	2,6

Quelle: Geschäftsberichte der Kreditanstalt für Wiederaufbau

1) Kurzfristig mußten allerdings teilweise bis zu 40% einzelner Anleihen zurückgenommen werden (vgl. KfW-Anleihe nicht für Entwicklungshilfe, in: FAZ vom 18.1.1963)

Ein anderes Beispiel wohlgelungener Kurspflege zeigt die unter der Führung der Deutschen Bank aufgelegte DM-Weltbank-Anleihe von 1959. Als kurz nach Bekanntgabe der Emissionsbedingungen der Marktzins zu steigen begann und die Anleihe nicht zügig untergebracht werden konnte, gelang es trotzdem, durch zeitweiliges Operieren gegen den Markt, für diese erstmals an einer deutschen Börse eingeführte Weltbank-Emission einen Kurs zu sichern, der am internationalen Standard orientiert war. Dadurch sollte die Leistungskraft des deutschen Emissionsmarktes demonstriert werden.[1)]

Die Sonderstellung gut gepflegter Schuldverschreibungen läßt sich anhand der Kurstabellen leicht feststellen.

Die Möglichkeiten und Grenzen der Kurspflege bei Bankschuldverschreibungen sollen mit Hilfe der Schaubilder 6 und 7 verdeutlicht werden. Als Hilfsmittel zur Darstellung der von den Kreditinstituten für eigene Rechnung aufgenommenen Wertpapiere wurde die Bilanzposition "Schuldverschreibungen eigener Emissionen" herangezogen. Wenngleich diese Position auch nur einen beschränkten Aussagewert für den Umfang der Kurspflege besitzt[2)], läßt sich das kurs-

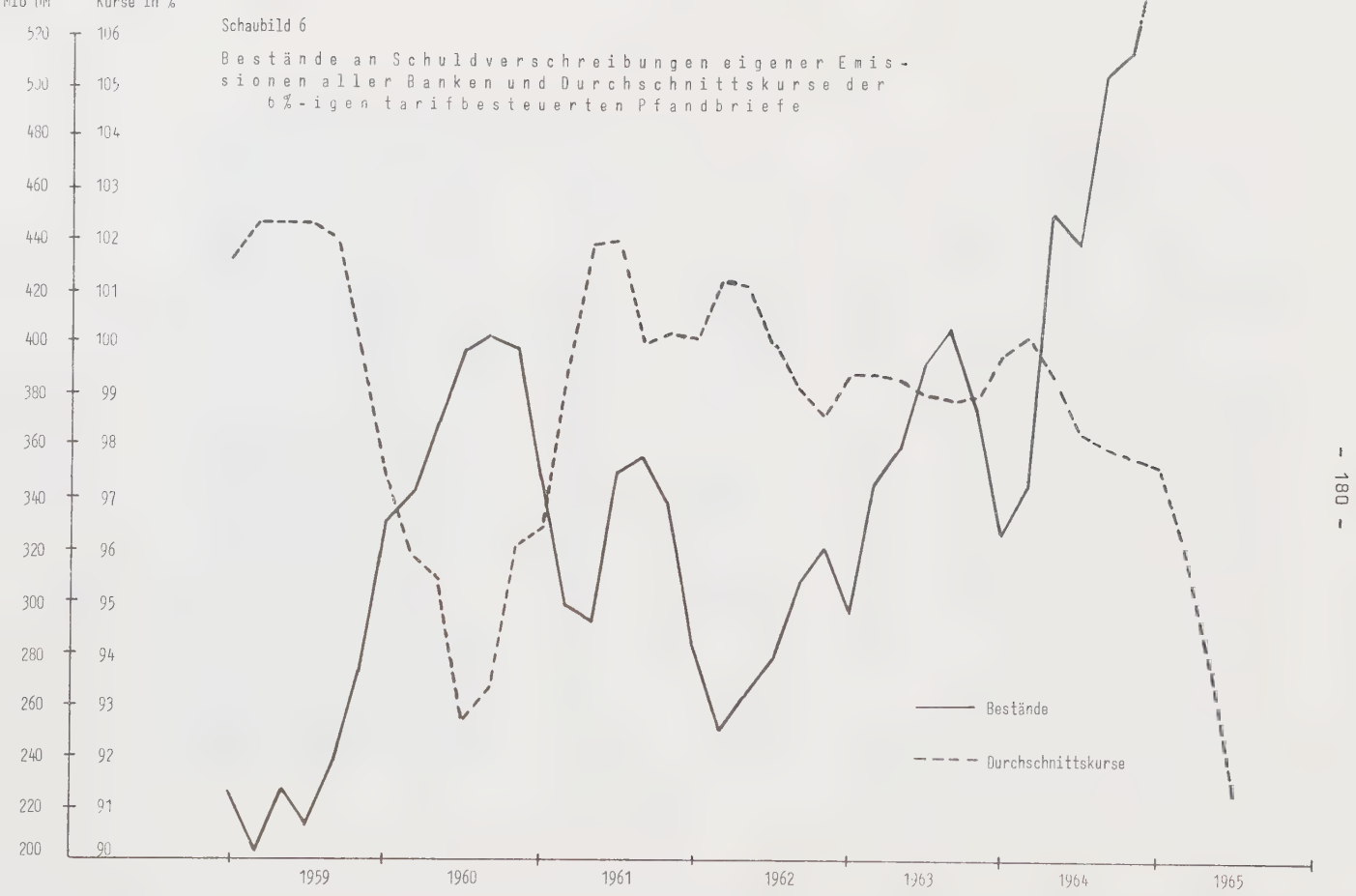
---

1) vgl. Ringleb, W.: Das Für und Wider einer Kurspflege, in: Volkswirt Nr. 48, 1965, S. 2614

2) vgl. dazu Hintner, O.: "Schuldverschreibungen im Umlauf" in der Bilanz der Realkreditinstitute, in: ZfB 1957, S. 496 ff; Birck, H. und Meyer, H.: Ausweis und Bewertung eigener Schuldverschreibungen in der Bilanz der Realkreditinstitute, in: ZfB 1958, S. 227 ff; Tölke, W.: Eigene Schuldverschreibungen in der Bilanz der Realkreditinstitute, in: ZfB 1958, S. 631 ff; Bösch, H.J.: a.a.O., S. 98 ff; Köllhofer, D.: Effekten in der Handels- und Steuerbilanz der Kreditinstitute, Diss. München 1966, S. 57 ff

Schaubild 6

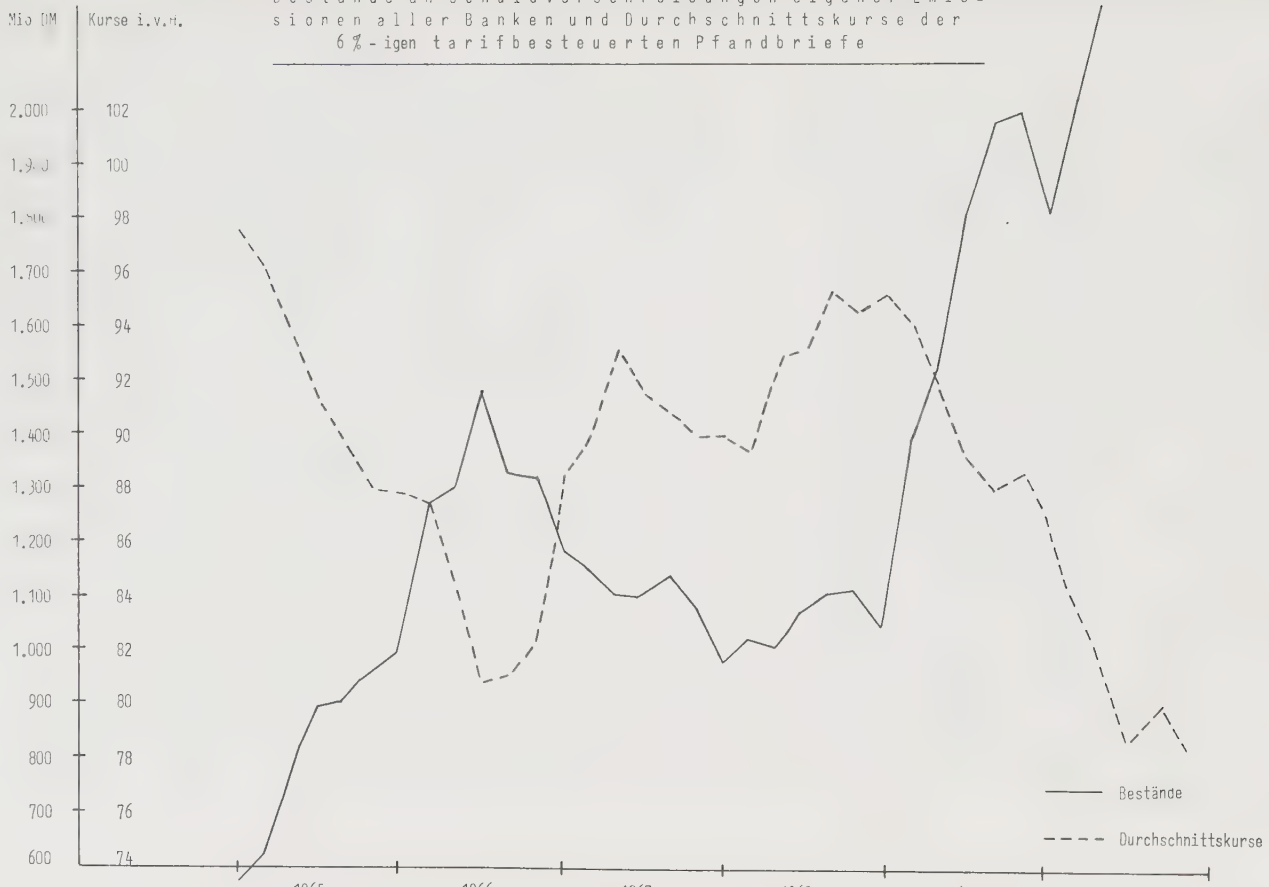
Bestände an Schuldverschreibungen eigener Emissionen aller Banken und Durchschnittskurse der 6%-igen tarifbesteuerten Pfandbriefe



Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Statistische Beihefte, Reihe 1 und 2

Schaubild 1

Bestände an Schuldverschreibungen eigener Emissionen aller Banken und Durchschnittskurse der 6 %-igen tarifbesteuerten Pfandbriefe



Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Statistische Beihefte Reihe 1 und 2

pflegende Verhalten durch eine vergleichende Betrachtung der ausgewiesenen Bestände eigener Schuldverschreibungen sowie der jeweiligen Börsenkursentwicklung recht gut veranschaulichen.

Unternehmungen, die keine Bankgeschäfte betreiben, können eigene Obligationen gesondert oder unter den Wertpapieren des Umlaufvermögens ausweisen.[1] Die Bilanzschemata der Kreditinstitute enthalten dagegen eine eigene Position für zurückgekaufte Stücke. "Das bedeutet, daß der Umfang der Kurspflege aus den Beständen an eigenen Schuldverschreibungen bei den Banken annähernd geschätzt werden kann, d.h. wenn nicht befreundete Institute die Kurspflege übernommen haben und die aufgekauften Effekten unter ihren Wertpapierbeständen ausweisen."[2]

Wie die graphischen Darstellungen zeigen, verlaufen die Kurve des durchschnittlichen Kursverlaufes 6%iger Pfandbriefe und die Kurse der Bestände eigener Schuldverschreibungen entgegengesetzt, d.h. je höher bzw. stabiler das Kursniveau war, desto niedriger waren im allgemeinen die Bestände eigener Emissionen und umgekehrt. In den angesprochenen Baisseperioden werden die Bemühungen der Banken, das Abgleiten der Kurse durch starke Bestandserhöhungen zu verhindern oder zumindest abzumildern, besonders deutlich. Obwohl die Kreditinstitute die Bestände an Schuldverschreibungen eigener Emissionen 1960, 1964 und 1969 im Vergleich zum jeweiligen Vorjahr verdoppelten, gelang es nicht, den Kursverfall aufzuhalten. Darin ist ein Beweis zu sehen, daß die Kurspflege eine bestimmte Marktentwicklung nicht aufzuhalten vermag.

---

1) § 151 Abs. 1, III B 7 Akt. G.

2) Bösch, H.J.: a.a.O., S. 99

Zusammenfassend kann gesagt werden, daß die Kurspflege für die Emittenten von festverzinslichen Wertpapieren ein wichtiges und wirksames marktpolitisches Instrument darstellt, durch dessen Einsatz ungerechtfertigte Kursschwankungen ausgeglichen und gegebenenfalls auch stärkere Kurseinbrüche in Baisseperioden abgemildert werden können. Der Wertpapierkäufer gewinnt dadurch Vertrauen in eine gewisse Stabilität der Kurse am Rentenmarkt. Die Erfahrungen haben gezeigt, daß Kursbeeinflussungen entgegen der allgemeinen Markttendenz nicht sinnvoll und auch nicht wirksam waren. Ausnahmen bildeten dabei die marktstrategischen Verhaltensweisen verschiedener Einmalemittenten, die jedoch aus liquiditäts- und rentabilitätspolitischen Gründen für die Gesamtheit der Anleiheschuldner nicht als Vorbild dienen können.

g) Werbung

ga) Besonderheiten der Bankenwerbung

Bis vor einigen Jahren führte die Werbung bei den deutschen Banken allgemein noch ein recht stiefmütterliches Dasein. Cramer[1] nennt für diese sich über lange Zeit hin erstreckende werbliche Lethargie vor allem drei Gründe:

- das ausgeprägte Standesbewußtsein der Banken, das sich durch einen hohen Grad an Gemeinschaftssinn, Reserve und Seriosität auszeichnet.
- die Rücksichtnahme auf das persönliche Vertrauensverhältnis zwischen Kunden und Bank.
- den zumeist engen Geschäftsbereich vieler Institute, der eine systematisch betriebene, erfolgswirksame Werbung anscheinend nicht erlaubt.

Ähnlich argumentiert Frick[2], der feststellt, daß die Technik der Werbung bei den Banken grundsätzlich die gleiche bleibe wie bei anderen Unternehmungen, der Stil jedoch von allzu dynamischen, grellen Akzenten frei sein solle und die größte Wirksamkeit auf dem Weg der Harmonie zu suchen sei. "Maß und Gediegenheit sind am Platze, da nur die Förderung und Erhaltung des guten Rufes auf lange Sicht zum Erfolg führen können."[3]

---

1) vgl. Cramer, J.E.: Marketing im Bankbetrieb, 2.Aufl., Frankfurt/M. 1970, S. 61; vgl. auch Schupp, R.: Die Geschäftswerbung im deutschen Bank- und Bankiergewerbe, in: Österreichisches Bank-Archiv 1958, S. 339; Birkenmeier, L.: Wo stehen wir in der Bankenwerbung? in: Österreichisches Bank-Archiv 1958, S. 66; Bösel, F.: Strategie und Taktik der Sparkassenwerbung, in: Bank-Betrieb 1963, S. 145

2) vgl. Frick, B.: Werbung und Bankgewerbe, Diss. Bern 1957, S. 78

3) Frick, B.: a.a.O., S. 81

Unzweifelhaft kann heute festgestellt werden, daß diese "negative" Einstellung der Banken gegenüber dem absatzpolitischen Instrument der Werbung inzwischen überwunden wurde. Die Kreditinstitute erkannten, daß die Werbung - eingebaut in die absatzpolitische Gesamtkonzeption - bestens geeignet ist, ihre Leistungsbereitschaft bekanntzumachen und die Verbindung zu potentiellen Kunden herzustellen.

Infolge des zunehmenden Wettbewerbs und des Überganges zu stärker marktbezogenem Denken empfanden die Banken auch das als Folgeerscheinung der Weltwirtschaftskrise entstandene Wettbewerbsabkommen von 1936 immer mehr als Einengung ihrer Aktionsfreiheit. Die ersatzlose Aufhebung des Abkommens zum 1.12.1967 wurde deshalb allgemein begrüßt, zumal die für das Oligopol charakteristische Preisstarrheit die Werbung zu einem sehr wichtigen Wettbewerbsinstrument macht.[1)]

Wie die anderen marktpolitischen Instrumente hat die Werbung die Aufgabe, die potentiellen Nachfrager zur Inanspruchnahme der angebotenen Leistungen zu veranlassen. Die Beeinflussung der möglichen Nachfrager erfolgt dabei mit Unterstützung der verschiedenen Werbemittel.[2)] "Werbung umfaßt die absatzpolitischen Zwecken dienende, absichtliche und zwangsfreie Einwirkung auf Menschen mit Hilfe spezieller Kommunikationsmittel.

---

1) vgl. Cramer, J. E.: a.a.O., S. 62; vgl. auch Behrens, K. C.: Absatzwerbung, Wiesbaden 1963, S. 124

2) vgl. Cramer, J. E.: a.a.O., S. 60 f

Werbung in dem hier verstandenen Sinn ist auf den Absatzbereich eines Wirtschaftsbetriebes ausgerichtet."[1)]

gb) Die bisherige Werbung am Rentenmarkt

Da heute eine intensive Konsumwerbung die Menschen dazu verleitet, ihr Anspruchsniveau immer höher zu schrauben, erscheint eine ebenso ausgeprägte Werbung für das Sparen volkswirtschaftlich nicht nur sinnvoll, sondern geradezu notwendig zu sein.[2)] Die Werbung für festverzinsliche Wertpapiere dient deshalb einmal den Zielsetzungen der Emittenten und zum anderen sekundär der gesamten Volkswirtschaft, indem das langfristige Sparen gefördert wird.

Im folgenden soll in einem kurzen Überblick dargestellt werden, wie die Werbung als absatzpolitisches Instrument am Rentenmarkt eingesetzt wurde. Besondere Bedeutung kommt dabei den verschiedenen Formen der Bankenwerbung zu. Die Kreditinstitute sind am ehesten in der Lage, vor allem die Privatanleger auf die Möglichkeiten der Kapitalanlage in festverzinslichen Titeln aufmerksam zu machen.

---

1) Hörschgen, H.: Der zeitliche Einsatz der Werbung, Stuttgart 1967, S. 6
Zum Begriff der Werbung vgl. auch Meyer, P. W.: Die Werbeerfolgskontrolle, Düsseldorf und Wien 1963, S. 41 ff; Seyffert, R.: Werbelehre, Theorie und Praxis der Werbung, Band I, Stuttgart 1966, S. 7; Gutenberg, E.: Grundlagen der BWL, Band II: Der Absatz, a.a.O., S. 408 ff; Behrens, K. C.: a.a.O., S. 14

2) vgl. Wissmann, B.: Die Zinsempfindlichkeit der deutschen Sparer, Berlin 1960, S. 122

Die Veröffentlichung von Zeichnungsaufforderungen - meist die einzige Form der Einzelwerbung für die Emissionen der Einmalemittenten - dürfte im Regelfall nur die institutionellen Anleger ansprechen. Die Anleiheschuldner sind also darauf angewiesen, daß die Emissionsbanken durch Auslegen von Prospekten am Schalter, Versenden von Rundschreiben und durch sonstige werbliche Aktivitäten versuchen, einen ausreichend großen Abnehmerkreis für den Anleihekauf zu interessieren.

Die Bankenwerbung läßt sich in eine persönliche und eine unpersönliche Werbung einteilen. Die wichtigsten Formen der persönlichen Werbung, bei der der Kunde direkt und persönlich angesprochen wird, sind das Beratungsgespräch am Effektenschalter und der Beratungsbesuch.[1] Sehr gerne wird auch der Werbebrief verwendet, der den Vorzug hat, in kürzester Frist verfügbar und versandfertig zu sein, und der von allen Werbemitteln den höchsten Individualitätsgrad besitzt.[2]

Die Möglichkeiten der unpersönlichen Werbung reichen von Vorträgen über Filme, Anzeigen, Plakate, Leuchtschriften, Prospekte, Schaufenster bis zur Werbung durch Funk und Fernsehen. Neben dem Einsatz von einzelnen Werbedrucksachen spielen heute in zunehmendem Maß auch regelmäßig erscheinende Informationsblätter und Kundenzeitschriften eine große Rolle.[3]

---

1) vgl. Rameken, U.: Die Konkurrenzpolitik der Kreditbanken, Diss. Hamburg 1965, S. 233 ff

2) vgl. Cramer, J. E.: a.a.O., S. 71

3) vgl. im einzelnen Rameken, U.: a.a.O., S. 237 ff; Cramer, J. E.: a.a.O., S. 70

Um durch den planmäßigen Einsatz von Werbemitteln den Absatz festverzinslicher Wertpapiere zu fördern, stehen den Emittenten zwei Wege offen: die Einzel- und die Gemeinschaftswerbung.

(1) Einzelwerbung

Die Notwendigkeit einer Emissionswerbung, d.h. einer Werbung für neu zum Verkauf gestellte Anleihen, ergibt sich für die Einmalemittenten zwangsläufig aus der von ihnen praktizierten diskontinuierlichen Emissionsmethode.[1] Als Werbemittel für die Zeichnungsaufforderungen werden dabei in erster Linie Anzeigen in den Börsenpflichtblättern, den wichtigsten Zeitungen und Finanzzeitschriften sowie Prospekte verwendet.

Die Intensität, mit der die Konsortialbanken für den Anleiheabsatz werben, hängt im wesentlichen von der augenblicklichen Marktlage ab. Soweit diese erwarten läßt, daß eine Neuemission leicht unterzubringen ist, werden sich die werblichen Aktivitäten auf das Auslegen von Prospekten am Schalter sowie das briefliche bzw. telefonische Ansprechen der institutionellen

---

1) vgl. Reiter, W.: a.a.O., S. 318
Während die Zeichnungsaufforderungen bei industriellen und ausländischen Emittenten sowie bei Kreditinstituten mit Sonderaufgaben die Liste der Konsortialbanken enthalten, müssen die Konsorten bei Bundesemissionen seit 1964 auf die von den Banken stets als sehr wertvoll erachtete namentliche Nennung in den Anzeigen verzichten. Infolge der Umgestaltung der gewerblichen Maßnahmen und aus Gründen der Kosteneinsparung erfolgt seitdem bei Bundesanleihen die Veröffentlichung der Konsortialbanken nur im Bundesanzeiger sowie den ausführlichen an den Bankschaltern aufliegenden Verkaufsprospekten.

Anleger beschränken. Ist der Absatz jedoch in Frage gestellt, versuchen die Konsorten, die relativ schwache Werbewirkung der Zeichnungsaufforderung des Emittenten durch zusätzliche eigene Anstrengungen, wie z. B. intensive Werbung im Rahmen der Kundenberatung, Einsatz von Werbebriefen u.ä., zu verstärken. Allerdings weist Reiter mit Recht darauf hin, daß dieses Verhalten nur für globale Werbemaßnahmen uneingeschränkt gelten sollte. "Die Umwerbung bestimmter Käufergruppen, wie allseits gewünscht der privaten und speziell der Kleinzeichner, erscheint im Interesse einer Verbesserung der Placierungsstruktur auch dann angebracht, wenn die Anleihe von vornherein als ausverkauft gilt. Dies setzt indes die Bereitschaft zu entsprechenden zuteilungspolitischen Konsequenzen voraus."[1)]

Die Daueremittenten haben gegenüber den Einmalemittenten den Vorteil, daß sie den Einsatz ihrer Werbemittel nicht auf einzelne Emissionen in sehr unregelmäßigen Abständen abstellen müssen, sondern kontinuierlich planen können. Durch eine differenziert durchgeführte Werbung besteht die Möglichkeit, den Anlegern die eigenen Pfandbriefe bzw. Kommunalobligationen als "Markenartikel" anzubieten und zu verkaufen. Die Zielsetzung der Realkreditinstitute darf also nicht nur darin gesehen werden, allgemein für festverzinsliche Wertpapiere zu werben, sondern die Anleger sollten durch die Einzelwerbung beeinflußt werden, heute und auch künftig Pfandbriefe und Kommunalobligationen des werbenden Instituts zu kaufen.

---

1) Reiter, W.: a.a.O., S. 324

Eine solche in sinnvoller Weise auf Emissionsbanken übertragene "Markenartikelwerbung" des Handels ist bisher im allgemeinen nicht üblich. Die Einzelwerbung der verschiedenen Grundkreditinstitute für den Absatz eigener Emissionen erfolgt zumeist in einem recht konservativen Stil und kann deshalb nur als ein "Anhängsel" an die intensivere Gemeinschaftswerbung angesehen werden. Als Werbemittel werden - wie bei den Einmalemittenten - hauptsächlich Inserate und Prospekte verwendet. Eine wichtige Rolle spielt außerdem der Werbebrief und bei einigen großen Instituten die Funk- und Fernsehwerbung.

Recht unterentwickelt ist unserer Meinung nach bisher die Schaufensterwerbung. Dies ist umso erstaunlicher, als sich die Banken vorwiegend in Geschäftszentren bzw. belebten Straßen befinden, wo sorgfältig durchdachte Auslagen eine erhebliche Ausstrahlungskraft besitzen.[1] Für die kritische Einstellung gegenüber der bisherigen Einzelwerbung der Realkreditinstitute, die unserer Meinung nach zu wenig Kreativität und Dynamik aufweist, sollen drei Hauptgründe angegeben werden:

- Es ist bisher nicht in ausreichendem Maß gelungen, die privaten Anleger als regelmäßige Käufer zu gewinnen.
- Dem Informationsbedürfnis des breiten Publikums wurde bisher zu wenig Rechnung getragen. Die Kenntnisse über Anlagemöglichkeiten, deren Probleme und Risiken sind immer noch relativ gering.
- Die zunehmend breiter werdende Palette von Anlagemöglichkeiten wird in Zukunft den Konkurrenzkampf um die Anleger noch weiter verschärfen.

---

1) vgl. Cramer, J. E.: a.a.O., S. 72

(2) Gemeinschaftswerbung

Im Jahre 1955 schlossen sich der Verband öffentlich-rechtlicher Kreditinstitute und der Verband privater Hypothekenbanken zum Gemeinschaftsdienst der Boden- und Kommunalkreditinstitute zusammen.[1] Der Gemeinschaftsdienst führt seitdem eine umfangreiche Werbe- und Public-Relations-Arbeit mit Hilfe von Film, Funk, Fernsehen, Inseraten, Prospektbeilagen in Berufs- und Standeszeitungen, Plakaten in Schalterhallen sowie Informationsmaterial, Prospekten und Arbeitshilfen für Anlageberater durch. Die Presse wird regelmäßig durch Artikel und statistische Unterlagen informiert. Besondere Aufmerksamkeit wird auch der Aufklärungsarbeit in Schulen gewidmet. Das einheitliche Werbesymbol, die erhobene Hand mit dem Pfandbrief, wird möglichst häufig verwendet und weist inzwischen einen hohen Bekanntheitsgrad auf.[2]

Die Bedeutung des Werbeträgers Fernsehen geht aus der hohen Gesamtzahl von Sendeterminen, die seit einigen Jahren konstant bei etwa 200 pro Jahr liegt, hervor.[3] Die insgesamt zur

---

1) Der Gemeinschaftsdienst hat die Aufgabe, in der Öffentlichkeit über Wesen und Bedeutung der Pfandbriefe und Kommunalobligationen aufklärend zu wirken und das Sparen in diesen Wertpapieren zu fördern. Außerdem soll der Gemeinschaftsdienst die Zusammenhänge zwischen dem Aktiv- und Passivgeschäft der Realkreditinstitute allgemein verständlich darstellen. (vgl. Geschäftsbericht des Verbandes privater Hypothekenbanken e.V. 1955, S. 26)

2) vgl. Knacke, E.: Die Hypothekenbanken, a.a.O., S. 79 f

3) vgl. Tätigkeitsberichte des Gemeinschaftsdienstes der Boden- und Kommunalkreditinstitute

Verfügung stehenden Mittel verteilen sich nach Auskunft des Gemeinschaftsdienstes auf die verschiedenen Werbeträger wie folgt:

Fernsehwerbung: ca. 27 %
Anzeigenwerbung: ca. 27 %
Werbemittel für Kreditinstitute: ca. 10 %.

Die obige Aufzählung der Werbemittel zeigt, daß die Werbung des Gemeinschaftsdienstes auf einer sehr breiten Basis erfolgt. Durch den kombinierten und gezielten Einsatz der Werbemittel können optimale Voraussetzungen für die Effizienz einer solchen gemeinschaftlichen Werbung geschaffen werden.

Nach dem Vorbild des Gemeinschaftsdienstes wurde im Februar 1966 der Beratungsdienst für Anleihen von Bund, Bundesbahn und Bundespost gegründet. Ein Werbeausschuß, in dem außer den Bundesemittenten die Deutsche Bundesbank sowie die beauftragte Werbefirma vertreten sind, legt die jeweilige Strategie der gemeinsamen Werbung und Öffentlichkeitsarbeit fest.[1] Wehran[2] nennt zwei Hauptgründe, die dafür sprechen, die Werbung für die Bundesemittenten gemeinschaftlich durchzuführen: einmal konnte zur besseren Verdeutlichung der Werbebotschaft im breiten Publikum der Markenbegriff "Bundesanleihen" in den Mittelpunkt der Werbung gestellt werden, und zum anderen würde gleichzeitig die kostengünstigste Lösung realisiert.

---

1) vgl. Reiter, W.: a.a.O., S. 319

2) vgl. Wehran, J.: Die Gemeinschaftswerbung für Bundesanleihen, in: Zeitschrift für das Post- und Fernmeldewesen 1966, S. 177

Die Gemeinschaftswerbung für Bundesanleihen ist als informierende Vertrauenswerbung, die sich vor allem um den privaten Sparer bemüht, konzipiert. Im Einsatz der Werbemedien baut die Gemeinschaftswerbung auf Illustrierten und überregionalen meinungsbildenden Tages-, Wirtschafts- und Wochenzeitungen auf. Neben diesen Basismedien spielen die Plakatwerbung im Bahn- und Postbereich, die Fernsehwerbung sowie die Werbemittel am Bankschalter (Aufsteller, Broschüren, Prospekte u.ä. eine wichtige Rolle.

Mit der Gemeinschaftswerbung ist die gemeinsame Öffentlichkeitsarbeit, die auf mittelbare Weise das Sparen in Bundesanleihen popularisieren soll, sehr eng verknüpft.[1)]

---

1) vgl. Reiter, W.: a.a.O., S. 319 ff

gc) Der künftige Einsatz der Werbung und der Verkaufsförderung ("Sales Promotion"): Aufgabe und Möglichkeiten

Neben dem Instrument der Werbung dienen Sales-Promotion und Public Relations[1] der Information über die Leistungsbereitschaft und -substanz sowie deren Abgeltung; "mit ihrer Hilfe sollen ebenfalls Präferenzen geschaffen werden, um den nicht erwünschten Einsatz der Preisgestaltung als absatzpolitisches Instrument zu verdecken."[2]

Die Grundfunktion, die die Werbung der Emittenten zu erfüllen hat, ist die Information mit dem Ziel, den alten Kundenstamm zu erhalten und neue Käuferschichten zu gewinnen. Beide Aspekte sind eng miteinander verknüpft, "denn in jeder Werbebotschaft verschmelzen informatorische und akquisitorische Momente."[3]

Der optimale Einsatz der Instrumente der Marktgestaltung erfordert genaue Informationen über die Marktstruktur und -entwicklung, die nur eine systematische Marktforschung liefern kann. In jüngster Zeit gewinnen deshalb auch im Bankgewerbe Primärerhebungen zunehmend an Bedeutung. "Ihr Vorteil liegt in einer zielgerechten Analyse von Gewohnheiten und Wünschen der Bevölkerung im Umgang mit Banken und in der Ermittlung verhaltenssteuernder Faktoren in bezug auf Geld-, Spar- und Anlagegewohnheiten."[4]

---

1) Public Relations: vgl. hierzu auch das nächste Kapitel (C I 3h)

2) Penzkofer, P. Marketing und Bankorganisation, a.a.O., S. 139

3) Nieschlag, R.; Dichtl, E.; Hörschgen, H.: a.a.O., S. 268

4) Floss, E.: Macht "Bank" bang? in: absatzwirtschaft Heft 20, 1970, S. 70

Die Werbung muß auf die individuellen Zielvorstellungen der Käufer eingehen. Deshalb ist es sinnvoll, nicht nur Pauschalwerbung, die sich mehr oder weniger an die Allgemeinheit wendet, zu betreiben, sondern die Werbebotschaft auf die verschiedenen Käuferschichten abzustimmen. Markt- und Käuferstrukturanalysen liefern die notwendigen Informationen, welche Zielgruppen besonders zu umwerben sind. "Die Ermittlung spezifischer Zielgruppen und die Beobachtung ihrer Entwicklung gewährt trotz der zahlreichen methodischen und technischen Schwierigkeiten einen besseren Einblick in das Marktgeschehen. Sie ermöglicht es, potentielle Kunden gezielt anzusprechen."[1)]

Bei der Zielgruppenwerbung werden einzelne Käuferschichten angesprochen, um Streuverluste möglichst zu vermeiden. Die Differenzierung des Kundenkreises kann dabei etwa nach Alters- und Berufsgruppen (Ausbildung) oder nach Einkommensverhältnissen vorgenommen werden. Daneben spielen heute bei der Bildung von Werbezielgruppen Kriterien, wie z.B. Verbraucherprofile, Charakter, Temperament und Idealtyp, eine wichtige Rolle.[2)]

Für überregional vertretene Banken besteht außerdem die Möglichkeit, divergierende Bevölkerungs- und Wirtschaftsstrukturen sowie entsprechend unterschiedliche Spargewohnheiten in ihren Werbemaßnahmen zu berücksichtigen.[3)]

---

1) Floss, E.: a.a.O., S. 70

2) vgl. Cramer, J.E.: Planung und Einführung ...., a.a.O., S. 110; Noelle-Neumann, E.: Typen und Typologien, in: absatzwirtschaft Heft 20, 1968, S. 79

3) vgl. Kühl, H.: a.a.O., S. 118

Eine einheitliche Werbung, die sich an die Gesamtheit aller erreichbaren potentiellen Käufer richtet, nimmt auf deren inhomogene Zusammensetzung bei der Werbegestaltung keine Rücksicht. Mit dieser Form kann ein Emissionshaus deshalb den vergleichsweise geringsten Einfluß auf den Absatz seiner Schuldverschreibungen ausüben, d.h. von der Werbung ohne Zielgruppenbildung ist der geringste Werbeerfolg zu erwarten. Ihr Einsatz sollte deshalb zugunsten der Zielgruppenwerbung weitgehend eingeschränkt werden, zumal berücksichtigt werden muß, daß eine intensive allgemeine Produktwerbung speziell für Pfandbriefe und Kommunalobligationen vom Gemeinschaftsdienst durchgeführt wird.

Welche Bedeutung dem informativen Charakter der Werbung als absatzpolitischem Instrument zukommt, zeigt das unzureichende Wissen breiter Bevölkerungsteile auf dem Gebiet des Effektenwesens.[1] Die Aufklärungs- und Informationsarbeit muß deshalb ein Hauptanliegen einer kundenbezogenen Bankpolitik sein, da bei der Anlageentscheidung die Kenntnis der einzelnen Sparformen der entscheidende Faktor ist. " Die K e n n t n i s der Sparformen ist entscheidend für die Wahl des Sparmodus."[2] Die Beliebtheit des Sparkontos ist sicherlich nicht zuletzt auf die mangelnde Kenntnis anderer Sparmöglichkeiten zurückzuführen.

Das Publikum setzt bei den Banken vor allem Ehrlichkeit voraus. In der Werbung und bei der Kundenberatung dürfen deshalb keine Versprechungen abgegeben werden, die später nicht eingehalten werden können.[3] Der Haushalt steht nicht nur als Konsument sondern auch als Sparer inmitten eines Informationsfeldes. Die einzelnen Informationen werden dabei unterschiedlich bewertet, je

---

1) vgl. Penzkofer, P.: a.a.O., S. 140; Knothe, R.: Der neue Bankkunde, Wiesbaden 1967, S. 37 ff

2) Gutscher, J.: a.a.O., S. 98

3) vgl. hierzu Iseli, E.: a.a.O., S. 209 f

nachdem ob eine Interessenverbindung vermutet wird oder nicht. Wird der Sparer über Fakten aufgeklärt und informiert, wirkt auch die Werbung vertrauenswürdig auf ihn, Versprechungen werden ihn dagegen zu Zurückhaltung veranlassen. "Er hat eben nicht nur Erfahrungen mit Gütern und deren Qualität gesammelt, sondern auch Erfahrungen mit Informationen und Informationsquellen."[1)]

Information und Aufklärung sind besonders wichtig bei denjenigen Sparerschichten, die bisher nur in relativ geringem Ausmaß Rentenwerte als Sparform bevorzugen, wie dies bei der unteren Beamten- und Angestellten- sowie der Arbeiterschicht der Fall ist. Ferner gelten heute als besonders interessante Zielgruppen die Frauen, die einen erheblichen Teil des Einkommens verwalten sowie die Jugendlichen und jüngeren Erwachsenen, deren Sparfähigkeit aufgrund der durchschnittlich relativ hohen Einkommen bedeutend größer ist als in früheren Jahren.[2)]

Durch ihre Bekanntmachungsfunktion verschafft die Werbung dem potentiellen Käufer die notwendigen Informationen über das Angebot und verbessert somit die Markttransparenz. Der informierende Charakter der Werbung reicht jedoch nicht aus, damit eine Anlageentscheidung getroffen und damit ein Kaufentschluß ausgelöst wird, sondern jedes Werbemittel muß auch motivieren und gleichzeitig dem Käufer helfen, emotional bedingte Kaufentscheidungen zu rationalisieren.[3)]

---

1) Meyer-Dohm, P.: Sozialökonomische Aspekte der Konsumfreiheit, Freiburg/Br. 1965, S. 197
Zur Gestaltung der Werbeaussagen und zur Konzipierung des Werbestils vgl. Nieschlag, R.; Dichtl, E.; Hörschgen, H.: a.a.O., S. 278 ff

2) vgl. hierzu Cramer, J. E.: Marketing im Bankbetrieb, a.a.O., S. 68

3) vgl. hierzu Nieschlag, R.; Dichtl, E.; Hörschgen, H.: a.a.O., S. 299 f

Von großer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang die "Verpackung" der Informationen, d.h. die Frage, in welcher Form die verschiedenen Zielgruppen am besten informiert werden können. Eine interessante Möglichkeit, den Informationsgrad vor allem der privaten Sparer zu erhöhen, kann beispielsweise in der Vermögensberatung durch Computer gesehen werden. Durch die Einbeziehung der Risikobereitschaft bzw. des Sicherheitsstrebens des zu Beratenden - Aufschluß darüber ergibt ein psychologischer Test auf dem Fragebogen - wird es möglich, auf individuelle Wünsche und Zielvorstellungen, die durch die Einkommens- und Lebensverhältnisse des einzelnen determiniert werden, einzugehen und damit dem interessierten Sparer Anlagealternativen, die auf seine persönlichen Verhältnisse zugeschnitten sind, anzubieten.[1)]

Als Ergänzung der Absatzwerbung dienen die Maßnahmen der Verkaufsförderung (Sales Promotion). "Hierunter wird vor allem die verkaufspsychologische Schulung der Bankangestellten sowie der Einsatz von Verkaufshilfen verstanden."[2)] Verkaufsförderung und Werbung stellen keine Alternativen dar, sondern ergänzen sich gegenseitig: "Sales Promotin soll die Anregungen und Reize, die von der Werbung ausgegangen sind, in den Schalterräumen wieder auffrischen und zum Geschäftsabschluß führen."[3)]

Das Instrument der Sales Promotion besitzt für die Banken eine besondere Bedeutung, weil der persönliche Kontakt zum Berater in hohem Maße über die Wertschätzung der bankbetrieblichen Leistungen durch den Kunden entscheidet. Neben die fachliche und ver-

---

1) vgl. hierzu Sparapell an Teens und Twens, in: FAZ Nr. 196 vom 26.8.1969; Computer als Werbe-Argument, in: Volkswirt Nr. 21, 1970, S. 79; Floss, E.: Neue Dienstleistungen der Banken - mehr kundenorientiertes Denken, in: SZ Nr. 259 vom 29.10.1970

2) Penzkofer, P.: a.a.O., S. 140

3) Cramer, J. E.: a.a.O., S. 79

käuferische Schulung der Angestellten muß deshalb heute mehr und mehr auch die psychologische Ausbildung treten. Die Kundenberatung erfordert bewegliche, im Erkennen persönlicher Kundenwünsche erfahrene und zudem fachlich erstklassige Verkäufer, die die Schalterbeamten alter Prägung ersetzen.[1)]

h) Public Relations

Nach dem Bereich der absatzpolitischen Instrumente sollen abschließend noch die Public Relations behandelt werden.

Als Instrument der Marktgestaltung dienen die Public Relations der Imagepflege, d.h. der Festigung der Stellung der einzelnen Emittenten in der Öffentlichkeit. "Die Public Relations richten sich als Mittel der Vertrauenswerbung an die Öffentlichkeit ... Public Relations erzielen daher einen Sekundäreffekt zugunsten der Verkaufswerbung."[2)]

Das Instrument der Public Relations kann beispielsweise bei den Realkreditinstituten wesentlich dazu beitragen, sich ein entsprechendes Image aufzubauen und sich damit zugleich langfristig eine möglichst breite Vertrauensbasis bei den potentiellen Käufern zu schaffen. "Diese günstige Stimmung soll sich dahingehend auswirken, daß die Öffentlichkeit der Unternehmung ihre Aufmerksamkeit, ihr Wohlwollen und Vertrauen sowie ein aktives Interesse entgegenbringt."[3)]

---

1) vgl. Cramer, J. E.: Planung und Einführung neuer Dienstleistungen im Bankbetrieb, a.a.O., S. 109; Penzkofer, P.: Marketingprobleme ..., a.a.O., S. 57

2) Friedrichs, G.: Verkaufswerbung - ihre Technik, Psychologie und Ökonomie, Berlin 1958, S. 39

3) Cramer, J. E.: Marketing im Bankbetrieb, a.a.O., S. 75

Die Public Relations stellen auch für die Einmalemittenten, denen daran gelegen sein muß, in der Öffentlichkeit eine Atmosphäre des Vertrauens zu schaffen, ein geeignetes Instrument der Marktgestaltung dar. Gelingt es den emissionsfähigen Unternehmungen mit Hilfe der Public Relations in der Öffentlichkeit eine breite Vertrauensbasis zu schaffen, werden auch die Werbebotschaften auf einen gut vorbereiteten und deshalb fruchtbaren Boden fallen.[1] Wenngleich demnach von der Pflege der Beziehungen einer Unternehmung zur Öffentlichkeit auch werbliche Nebenwirkungen ausgehen, wird heute vielfach wegen der Verschiedenartigkeit der Zielsetzung dazu übergegangen, die Public Relations organisatorisch von der Werbung zu trennen und beide Aufgaben eigenen Abteilungen zu übertragen.[2]

---

1) vgl. Nieschlag, R.; Dichtl, E.; Hörschgen, H.: a.a.O., S. 307

2) Dies erscheint zweckmäßig, da sich die Public Relations auch anderer Mittel bedient als die Werbung; vgl. hierzu im einzelnen Nieschlag, R.; Dichtl, E.; Hörschgen, H.: a.a.O., S. 305 ff

Exkurs: Pensionsgeschäfte und Rentenmarkt

In der lebhaften Diskussion der letzten Jahre um eine Novellierung des Hypothekenbankgesetzes spielten auch die sogenannten Pensionsgeschäfte in festverzinslichen Wertpapieren eine erhebliche Rolle.

Pensionsgeschäfte werden allerdings nicht nur von den Hypothekenbanken, sondern von fast allen Kreditinstituten durchgeführt. Wegen der Verschiedenartigkeit der Geschäfte, die in der Banksprache summarisch als Pensionsgeschäfte bezeichnet werden, ergibt sich aus der Literatur keine einheitliche Definition.[1)]

Um einen Überblick über den Umfang der Pensionsgeschäfte und Klarheit über das Ausmaß einer eventuellen Belastung des Rentenmarktes durch die Auflösung von Pensionsgeschäften zu gewinnen, wurde 1965 von der Deutschen Bundesbank erstmals eine genaue Erhebung durchgeführt.[2)] Danach sind Pensionsgeschäfte

---

1) Zum Begriff und Wesen der Pensionsgeschäfte vgl. im einzelnen Ferber, M.: Die Pensionsgeschäfte der Kreditinstitute, Diss. München 1968, S. 5 ff und S. 130 ff

2) Die Meldungen müssen seitdem monatlich erstattet werden. Meldepflichtig sind alle Kreditinstitute, die Pensionsgeschäfte getätigt haben. Die Berichterstattung der Bundesbank beschränkt sich dabei auf kürzerfristige Wertpapier-Pensionsgeschäfte (mit einer Befristung von weniger als 4 Jahren), denn nur solche Papiere, die die Schuldner innerhalb der nächsten ein bis zwei Jahre wegen Fristablauf oder auf Verlangen der Gläubiger zurückzunehmen gezwungen sind, stellen eine mögliche Belastung des Rentenmarktes dar (vgl. dazu im einzelnen: Pensionsgeschäfte der Kreditinstitute, in: MoBbk Nr. 11, 1965, S. 3 ff; Wertpapier-Pensionsgeschäfte und Rentenmarkt, in: MoBbk Nr. 7, 1967, S. 7 ff; vgl. auch: Wie groß sind die Banken-Pensionsgeschäfte, in: Industriekurier Nr. 44 vom 23.3.1965

"alle Vereinbarungen, nach denen Vermögensgegenstände (z.B. Wechsel, Wertpapiere, Darlehensforderungen) gegen Zahlung eines Betrages auf einen anderen (Pensionsnehmer) mit der Maßgabe übertragen werden, daß sie zu einem im voraus bestimmten oder von dem Pensionsnehmer zu bestimmenden Zeitpunkt gegen Entrichtung des empfangenen oder eines im voraus vereinbarten anderen Betrages zurückerworben werden müssen."[1)]

In diese Meldung waren auch die Pensionsgeschäfte der Emissionsinstitute einzubeziehen.[2)] Bei Emissionsinstituten wird von Pensionsgeschäften dann gesprochen, wenn ein Institut die Verpflichtung übernimmt, eigene Schuldverschreibungen[3)] vor der in den Emissionsbedingungen festgesetzten Fälligkeit zu einem festen Preis zurückzunehmen bzw. einzulösen.

Der Pensionsnehmer geht dabei die Verpflichtung ein, die Schuldverschreibungen zu dem vereinbarten Zeitpunkt wieder an das Emissionsinstitut zurückzugeben.[4)]

---

1) Deutsche Bundesbank: Mitteilung Nr. 8001/65 veröffentlicht im Bundesanzeiger Nr. 54 vom 19.3.1965

2) Für diese Geschäfte wurde später eine gesonderte Meldepflicht eingeführt (vgl. Deutsche Bundesbank: Mitteilung Nr. 8003/65, veröffentlicht im Bundesanzeiger Nr. 167 vom 7.9.1965)

3) Das Volumen der Pensionsgeschäfte in anderen Vermögenswerten ist unbedeutend

4) vgl. Ferber, M.: a.a.O., S. 130 f; Werner, U.: Pfandbriefvorverkäufe und Pensionsgeschäfte bei Hypothekenbanken, in: ZfK 1968, S. 915; Hammer, K.: Die Refinanzierungsmodalitäten der Pfandbriefinstitute, in: ZfK 1969, S. 717

Das Pensionsgeschäft bei den Emissionsinstituten kann grundsätzlich als eine Placierung von Schuldverschreibungen mit Sondervereinbarung bezeichnet werden.[1] Charakteristisch ist die relativ starke Verhandlungsposition des Pensionsnehmers, der versuchen wird, sich seine Bereitschaft zur Übernahme eines größeren Postens festverzinslicher Wertpapiere mit möglichst günstigen Bedingungen honorieren zu lassen. Der Vorteil des Käufers ist jedoch in der Hauptsache darin zu sehen, daß aus dem langfristigen Wertpapier ein solches mit individuell verkürzter Laufzeit wird.[2]

Die Gründe, warum die Emissionsbanken Pensionsgeschäfte durchführen, können recht verschieden sein. Pfandbriefe und Kommunalobligationen, deren laufzeitkonforme Unterbringung nicht sofort möglich ist, werden "in Pension" gegeben, um die Zeit von der Ausgabe bis zur endgültigen Unterbringung zu überbrücken. Häufig bilden auch die im Interesse der Kurspflege zurückgekauften sogenannten Rückflußstücke die Grundlage für Pensionsgeschäfte, um allzu große Bestände an eigenen Schuldverschreibungen zu vermeiden. Ferner können Pensionsgeschäfte zur Refinanzierung von Darlehen mit Laufzeiten, die kürzer sind als die allgemein üblichen, dienen.[3] Ebenso werden Pensionsgeschäfte abgeschlossen, um bei bevorstehenden besonders hohen Rückflüssen aus dem Aktivgeschäft die Wiederanlegung der in Zukunft zurückfließenden Mittel zu den im Augenblick des Pensionsgeschäftes geltenden günstigen Bedingungen vorzunehmen.[4]

---

1) vgl. Ferber, M.: a.a.O., S. 133

2) vgl. Ferber, M.: a.a.O., S. 133

3) vgl. Steffan, F.: Begriff und Funktion des Realkredits, a.a.O., S. 104; Werner, U.: a.a.O., S. 915

4) vgl. Werner, U.: a.a.O., S. 915; Barlet, K., Karding, E., Fleischmann, R.: Hypothekenbankgesetz (Kommentar) § 5 Anm. 15, 2. Aufl. München und Berlin 1964

Das Pensionsgeschäft kann als eines der Mittel zur Verwirklichung bankpolitischer Zielsetzungen bezeichnet werden. Da es sich vorzüglich zur Regulierung des Schuldverschreibungsumlaufs und des Bestandes an Interventionsstücken eignet, beeinflußt es, als Instrument der Bilanzpolitik, die Strukturgestaltung des Jahresabschlusses. Die zur Gestaltung der Struktur des Jahresabschlusses durchgeführten Maßnahmen werden dabei meist mit einer Ergebnisregulierung verknüpft sein.[1] Gleichzeitig erweitert das Pensionsgeschäft das finanzpolitische Instrumentarium der Emissionsbanken, deren Finanzpolitik im Hinblick auf das Aktivgeschäft in erster Linie darauf ausgerichtet ist, den Schuldverschreibungsabsatz entsprechend den Zielvorstellungen der Unternehmensführung zu gestalten.[2]

Das Volumen der durch Pensionsgeschäfte placierten Schuldverschreibungen betrug Ende Juni 1970, bei einem Gesamtumlauf von 111,4 Mrd. DM an Pfandbriefen, Kommunalobligationen sowie sonstigen festverzinslichen Bankschuldverschreibungen, rund 14,7 Mrd. DM (13 %). Dieser Betrag verteilt sich mit 9,2 Mrd. DM auf Kreditinstitute, 0,2 Mrd. auf Versicherungen, 1,0 Mrd. DM auf Sozialversicherungsträger, 3,4 Mrd. DM auf "jeweilige Inhaber"[3] sowie 0,4 Mrd. DM auf "Sonstige". Im ersten Halbjahr 1970 wurden in besonders starkem Ausmaß Pensionsgeschäfte abgeschlossen. So haben die privaten Hypothekenbanken ca. 60 % und die öffentlich-rechtlichen Grundkreditanstalten ca. 84 % des gesamten Neuabsatzes "in Pension" gegeben.

---

1) vgl. Ferber, M.: a.a.O., S. 169 ff

2) vgl. Ferber, M.: a.a.O., S. 186 ff; vgl. auch: Pensionsgeschäfte, Mittel gegen Liquiditätsbeengung, in: Börsenzeitung vom 11.12.1965

3) Pensionsgeschäfte, bei denen das Recht zur vorzeitigen Rückgabe der Wertpapiere - durch Beifügung sogenannter Inhaber-Zertifikate - dem jeweiligen Inhaber und nicht einem bestimmten Gläubiger zusteht.

II. Ziele und Verhaltensmotive der Anleger

1. Bestimmungsfaktoren der Anlageentscheidungen

a) Die anlagepolitischen Zielsetzungen

Zwischen den Zielen der Kapitalnachfrager am Rentenmarkt und denen der Käufer von festverzinslichen Wertpapieren besteht ein enger Zusammenhang. Die Anbieter von festverzinslichen Titeln müssen den Einsatz der marktpolitischen Instrumente deshalb auf die Vorstellungen und Anlageziele der Käufer abstimmen. Nur wenn die potentiellen Käufer bereit sind, einen Teil des verfügbaren Kapitals in Rentenwerten anzulegen, fließen den Emissionsbanken die benötigten Mittel für das Aktivgeschäft zu, bzw. die verschiedenen Einmalemittenten können mit Hilfe der Anleihegegenwerte die geplanten Investitionen finanzieren.

Da die Käufer am Rentenmarkt keine homogene Gesamtheit bilden, sondern sich aus recht unterschiedlichen Anlegergruppen - mit entsprechend differenzierten Zielsetzungen - zusammensetzen, bestehen auch keine allgemein gültigen Regeln für den Einsatz der marktpolitischen Instrumente als Mittel zur Zielerreichung der Emittenten.

So kann festgestellt werden, daß beispielsweise in der Gruppe der privaten Käufer jeder Sparer zur Anlage seiner verfügbaren Mittel eine individuelle Einstellung hat. Demgemäß stellen sich je nach den Anlagezielen auch unterschiedliche Anlageprobleme. Die wesentliche Voraussetzung für den Kapitalanleger besteht daher zunächst in der Feststellung des Anlageziels. Darauf und auf die zum Erreichen dieses Ziels verfügbaren finanziel-

len Möglichkeiten ist die Anlageplanung abzustellen.[1)]

Als die drei wichtigsten Oberziele können die Sicherheit, die Rentabilität sowie die Liquidierbarkeit der Anlage angesehen werden. Die Gewichtung dieser drei anlagepolitischen Zielsetzungen hängt von den individuellen Wünschen und Möglichkeiten des jeweiligen Anlegers ab und differiert sowohl zwischen den einzelnen Käufergruppen als auch innerhalb dieser Gruppen.

aa) Sicherheit als Entscheidungskriterium

In der Werbung für festverzinsliche Wertpapiere wird die "verbriefte Sicherheit" allgemein sehr stark herausgestellt. Soweit unter dem Begriff der Sicherheit alle diejenigen Rechte, mit denen eine Emission festverzinslicher Wertpapiere verbunden ist und die dem Gläubiger im Konkursfall gegebenenfalls zustehen, verstanden werden, hat der Ausdruck "verbriefte Sicherheit" zweifellos seine Berechtigung. Es erscheint jedoch fraglich, ob der private Anleger, an den sich die Werbung ja hauptsächlich richtet, den Sicherheitsbegriff derartig eng auslegt. Im Regelfall kann wohl davon ausgegangen werden, daß die privaten Käufer unter der"Sicherheit" bei der Anlage in festverzinslichen Wertpapieren auch oder vor allem die "Kurssicherheit", d.h. das Auftreten von möglichst nur geringfügigen Kursschwankungen verstehen.

Obgleich die Kursbildung der Rentenwerte nicht vom sogenannten Substanz- bzw. Ertragswert - mit entsprechend hohem Kursrisiko - wie bei Aktien abhängt, hat die Entwicklung des langfristigen Zinssatzes im Betrachtungszeitraum dazu geführt, daß auch am Rentenmarkt erhebliche Kursschwankungen festgestellt werden konnten.

---

1) vgl. Büschgen, H. E.: Wertpapieranalyse, a.a.O., S. 1

An anderer Stelle[1] wurde bereits darauf hingewiesen, daß die objektiven Sicherheiten hauptsächlich für institutionelle Anleger, soweit bestimmte Anlagevorschriften[2] Deckungsstockfähigkeit, Lombardfähigkeit oder Mündelsicherheit verlangen, eine Rolle spielen. Ansonsten kommt den Sicherheiten heute als Entscheidungskriterium keine wesentliche Bedeutung mehr zu, denn "die Fähigkeit der Emittenten, Verzinsung und Tilgung der durch Wertpapiere verbrieften Schulden einwandfrei zu leisten, kann dank der gesetzlichen Bestimmungen und der Organisation des Kapitalmarktes heute allgemein unterstellt werden, sofern man die Möglichkeit katastrophenartiger Wirtschaftskrisen für die Zukunft ausschließt."[3]

Die Ungewißheit über die zukünftige Entwicklung des langfristigen Zinssatzes und damit der Börsenkurse der umlaufenden festverzinslichen Wertpapiere stellt dagegen für den Anleger einen erheblichen Risikofaktor dar. Der Kapitalanleger muß deshalb bereits bei der Anlageplanung entscheiden, welches Risiko er einzugehen bereit ist.[4] Die langanhaltenden Baisseperioden im Betrachtungszeitraum haben gezeigt, daß die Größe des Kursrisikos, dem sich der Käufer festverzinslicher Wertpapiere gegenübersieht, nicht unterschätzt werden darf, obgleich sich theoretisch keinerlei Verluste ergeben, sofern der Anleger seine Papiere bis zum Fälligkeitstermin behält. Eine solche Annahme ist jedoch wirklichkeitsfremd und widerspricht auch dem Sinn eines Wertpapiers, dessen Fungibilität ja gerade einen problemlosen Verkauf an der Börse ermöglichen soll.

---

1) vgl. hierzu Kap. C I, 3 ba

2) Zu den Auswirkungen der Kapitalanlagevorschriften auf den Kapitalmarkt vgl. im einzelnen Heubaum, W.: Die Kapitalanlagevorschriften und ihre Auswirkungen auf den Kapitalmarkt, Diss. Köln 1959, S. 86 ff

3) Krauss, D.: a.a.O., S. 25

4) vgl. Büschgen, H. E.: a.a.O., S. 2 f

Zusammenfassend kann festgestellt werden, daß die Anleger durch die strengen gesetzlichen Vorschriften bei der Ausgabe von festverzinslichen Wertpapieren vor einem Totalverlust geschützt sind. Spielt der Faktor Sicherheit dennoch bei der Kaufentscheidung der Anleger eine Rolle, so handelt es sich im wesentlichen um die Vermeidung von Kursverlusten.

Die Sicherheit gegenüber Kurseinbußen hängt dabei von der Stabilität des langfristigen Zinssatzes ab.[1] Die Entwicklung am Rentenmarkt im Untersuchungszeitraum hat gezeigt, daß in einzelnen Zeitabschnitten von einer relativ hohen Kursstabilität und damit auch von einem relativ geringen Kursrisiko gesprochen werden kann, während in anderen Phasen sehr starke Kurs- bzw. Zinsschwankungen - und damit ein verhältnismäßig großes Kursrisiko - festgestellt werden können.

ab) Rentabilität als Maxime der Anlageplanung

Aus den Ausführungen des letzten Kapitels geht hervor, daß die Verzinsung durch ihren Einfluß auf den Kurs zugleich auch die Sicherheit - ausgedrückt im Kursrisiko - in starkem Maße bestimmt. Zwischen Rentabilität und Sicherheit besteht demnach eine sehr enge Verbindung.[2]

Während unklare Vorstellungen über die Gewinnmöglichkeiten das Börsenpublikum am Aktienmarkt häufig zu gefühlsmäßig bedingten Dispositionen verleiten[3], kann der Käufer am Rentenmarkt sei-

---

1) vgl. Krauss, D.: a.a.O., S. 25

2) vgl. Krauss, D.: a.a.O., S. 24

3) vgl. Baschy, R.: Aktuelle Börsenphänomene - Ausführungen auf der Generalversammlung des Effektenbörsenvereins Zürich vom 23.3.1960, Sonderdruck des Effektenbörsenvereins Zürich, S. 5

ner Anlageplanung für einen bestimmten Zeitraum einen gleichbleibenden, zur Höhe des eingesetzten Kapitals in Beziehung stehenden Ertrag zugrunde legen. Der gleichbleibende Zinssatz ist die wichtigste Komponente für die Berechnung der Rentabilität eines festverzinslichen Wertpapiers und bestimmt im wesentlichen die Effektivverzinsung. Unter Effektivverzinsung ist dabei der Jahreszinssatz zu verstehen, mit dem der Anschaffungspreis (Ankaufkurs) einer mit einer bestimmten Laufzeit, einem bestimmten Nominalzinssatz sowie einem bestimmten Rückzahlungskurs versehenen Kapitalforderung verzinst wird.[1] Gleichzeitig stellt die Effektivverzinsung einen Vergleichsmaßstab für die Bewertung der mit verschiedenen Zinssätzen ausgestatteten und unterschiedlichen Kursen notierten Rentenwerte dar.

Die einzelnen Verfahren der Berechnung der Effektivverzinsung differieren hinsichtlich der Konstruktion der Anleihen.[2]

In den folgenden beiden Übersichten der Tabelle 13 wird dargestellt, wie sich Kursrückgänge festverzinslicher Wertpapiere auf die Effektivverzinsung auswirken.

Eine Kurseinbuße von zehn Punkten - für den Rentenmarkt ein sehr starker Kurseinbruch - entspricht bei einer 6 %igen Anleihe mit 20jähriger Laufzeit einer Zunahme der Effektivverzinsung von ca. einem Prozent.

Aus der ersten Übersicht der Tabelle 13 ergibt sich, daß die Zunahme der Effektivverzinsung in Prozentpunkten um so größer

---

1) vgl. Büschgen, H. E.: a.a.O., S. 359 ff

2) vgl. dazu im einzelnen Büschgen, H. E.: a.a.O., S. 362 ff

Tab. 13

Einfluß von Kurseinbußen auf den Rentenzins

a) Einfluß eines Kursrückgangs von 100 % auf 90 % auf die Effektivverzinsung einer 6 %igen Anleihe mit unterschiedlicher Laufzeit

	Laufzeit in Jahren							
	5	10	15	20	25	30	40	50
Effektivverzinsung beim Kurs von 90 % in %	8,54	7,45	7,11	6,94	6,85	6,79	6,73	6,70
Zunahme der Effektivverzinsung in %-Punkten	2,54	1,45	1,11	0,94	0,85	0,79	0,73	0,70

b) Einfluß von Kursrückgängen um jeweils fünf Punkte auf die Effektivverzinsung verschiedener Anleihen mit 20jähriger Laufzeit

Nominalverzinsung / Kurs in %	5 %		5 1/2 %		6 %		6 1/2 %		7 %	
	p	Δp	p	Δp	p	Δp	p	Δp	p	Δp
100	5,00		5,50		6,00		6,50		7,00	
		0,42		0,43		0,44		0,47		0,49
95	5,42		5,93		6,44		6,97		7,49	
		0,44		0,47		0,50		0,51		0,53
90	5,86		6,40		6,94		7,48		8,02	
		0,49		0,51		0,53		0,55		0,57
85	6,45		6,91		7,47		8,03		8,59	
		0,52		0,55		0,57		0,60		0,63
80	6,87		7,46		8,04		8,63		9,22	
		0,57		0,60		0,61		0,67		0,70
75	7,44		8,06		8,65		9,30		9,92	

p = Effektivverzinsung in %
Δp = Zunahme der Effektivverzinsung in Prozentpunkten

Quelle: Hahn, O.: a.a.O., S. 27

ausfällt, je kürzer die Laufzeit der Anleihe ist. Die zweite Übersicht zeigt, daß z.B. ein Absinken des Börsenkurses von 100 % auf 80 % sich bei einem 5 %igen Papier mit 20jähriger Laufzeit in einer Zunahme der Effektivverzinsung um 1,87 Prozentpunkte ausdrückt, während sich die Effektivverzinsung eines 7 %igen Titels unter gleichen Bedingungen um 2,22 Prozentpunkte erhöht.

Für das Konkurrenzverhältnis der festverzinslichen Wertpapiere gegenüber anderen Anlagemöglichkeiten, insbesondere den Bankeinlagen (Spar- und Termineinlagen), ergeben sich interessante Folgerungen. Der sogenannte Attentismus der Anleger, d.h. die Zurückhaltung von anlagebereitem Geldkapital bei unsicherer Kapitalmarktlage, der im Betrachtungszeitraum über lange Zeitperioden sehr ausgeprägt war, zeigt, daß die negative Wirkung von Kursrückgängen den Einfluß der korrespondierenden Renditeverbesserung bei weitem überwiegt. Ohne von einer Gesetzmäßigkeit sprechen zu wollen, läßt sich doch folgende Tendenz feststellen: Je größer die Kurseinbrüche am Rentenmarkt sind, d.h. je mehr der langfristige Kapitalmarktzins steigt, desto ausgeprägter entwickeln sich Liquiditätsneigung und Risikofeindlichkeit auf der Käuferseite.[1)]

---

1) vgl. Hahn, O.: Die Auswirkungen einer Diskonterhöhung auf die Rentabilität der Universalbanken, in: Sparkasse Heft 2, 1967, S. 28

Die Rentabilität als Maxime der Anlageplanung verliert also um so stärker an Gewicht, je mehr für die Anleger die Gefahr von Kursverlusten in den Vordergrund tritt. Eine hohe Rendite am Rentenmarkt kann deshalb nach den bisherigen Erfahrungen nicht als Kaufanreiz angesehen werden, da die Unsicherheit über die weitere Entwicklung des Rentenmarktes die Kapitalanleger zunächst von der Börse fernhalten wird.[1] Je länger derartige Perioden der Unsicherheit dauern, desto schwieriger wird es, den Markt wieder ins Gleichgewicht zu bringen.

Werden die Ziele, die ein Kapitalanleger im einzelnen verfolgt, zusammengefaßt, so kann zwischen einer konservativen und einer initiativen Anlage unterschieden werden. Der Kauf festverzinslicher Wertpapiere läßt sich der konservativen Anlage zuordnen. Hierbei dominieren die Erhaltung des Wertes des eingesetzten Kapitals und ein angemessener Kapitalertrag. Diese Ziele sollen unter möglichster Ausschaltung von Risiken erreicht werden.[2] Während z.B. der Aktien- und ebenso der Investmentsparer Einkommens- und Wachstumsstreben als monetäre Ziele gleichzeitig verfolgen kann[3], hat der Rentensparer infolge seiner Gläubigerposition keine Möglichkeit, am wirtschaftlichen Wachstum teilzunehmen.

---

1) vgl. der Kapitalmarkt im Banne des Zinsproblems, in: Neue Zürcher Zeitung vom 12.6.1966

2) vgl. hierzu: Büschgen, H. E.: a.a.O., S. 4 f; Schweizerischer Bankverein: Grundprobleme der Kapitalanlage in Wertschriften, o.J.; Schweizerischer Bankverein: Grundsätze der Kapitalanlage in Wertschriften, Bulletin 2, 1956, S. 29 ff; Jacob, F. R.: Wertschriftenverwaltung und Wertschriftenanalyse nach amerikanischem Vorbild, Basel u. Stuttgart, 1959

3) vgl. dazu Penzkofer, P.: Marketingprobleme im Investmentwesen, a.a.O., S. 38

Einen nicht zu unterschätzenden Faktor bei der Beurteilung der Rentabilität der Anlage in festverzinslichen Wertpapieren stellen die im Effektengeschäft anfallenden Kosten dar. Die seit Jahren in einer ständigen Aufwärtsbewegung befindlichen Sach- und Personalkosten haben in letzter Zeit auch zu Überlegungen geführt, welche Konsequenzen aus dem immer stärker wachsenden Effektengeschäft im Hinblick auf die Gebührenpolitik zu ziehen sind.[1] Im einzelnen entstehen beim An- und Verkauf festverzinslicher Wertpapiere folgende Kosten[2]:

1. Provision des Kreditinstitutes in Höhe von 0,4 % des Kurswertes. Die Mindestgebühr beträgt in der Regel DM 2,--
2. Die Courtage (Maklergebühr) ist nach dem jeweils ausmachenden Betrag gestaffelt. Sie beträgt bis einschließlich DM 50.000 3/4 ‰, über DM 50.000 bis einschließlich DM 100.000 1/2 ‰ (mindestens DM 37,50), über DM 100.000 3/8 ‰ (mindestens DM 50,--)
3. Börsenumsatzsteuer in Höhe von 2,5 ‰ des Kurswertes. Bei Schuldverschreibungen des Bundes, der Länder, Kommunen, öffentlich-rechtlichen Kreditanstalten und einiger anderer Emittenten beträgt sie nur 1 ‰.
4. Anfallende Spesen.

Zu den Dienstleistungen im Effektengeschäft zählt auch die Verwaltung des Wertpapierdepots. Bislang war es allgemein üblich, die Kleindepots (mit einem Bestand unter DM 2.000) kostenlos zu führen. Sollten für die Führung der Kleindepots und ebenso für bestimmte Sonderleistungen - wie z.B. den Limitablauf - in Zukunft Gebühren anfallen, muß damit gerechnet werden, daß das

---

1) vgl. Werden Börsengeschäfte teurer? in: FAZ vom 16.12.1970

2) vgl. Büschgen, H. E.: a.a.O., S. 380 f

Aktienkleingeschäft, d.h. der An- und Verkauf einer oder nur weniger Aktien, für den Anleger infolge der hohen Kosten - auch bei zu erwartenden Kurssteigerungen - nicht mehr lohnend ist. Ob eine solche Entwicklung wünschenswert wäre, soll hier nicht näher untersucht werden. Sie könnte unter Umständen jedoch dem Rentenmarkt zugute kommen, sofern sich die "initiativen" Kleinanleger aus Kostengründen vom Aktienmarkt abwenden und eine "konservative" Anlage in festverzinslichen Titeln bevorzugen sollten.

Die Beurteilung des Nutzens einer Geldanlage in festverzinslichen Wertpapieren hängt nicht nur von deren Anschaffungspreisen und Ausstattungsmerkmalen ab. Neben diesen Faktoren ist auch in jedem Falle das Maß der steuerlichen Belastung des Anschaffungs- bzw. Veräußerungsgeschäftes, der laufenden Zinsausschüttungen, der bei einer Veräußerung vor Endfälligkeit möglicherweise erzielten Kursgewinne sowie der Substanz des Vermögens, das in Rentenwerten angelegt ist, von großer Bedeutung.[1)]

Nach dem Kriterium der Besteuerung der Zinserträge lassen sich die Obligationenarten in verschiedene Typen einteilen[2)]:

1. Steuerfrei Zinsen: Zinserträge aus den vor dem 1.1.1955 ausgegebenen festverzinslichen Wertpapieren; hierunter fallen auch Zinsen aus allen Altsparer- und RM-Umtausch-Emissionen (§ 3a EStG).

---

1) vgl. Pfeiffer, W.: Die Steuern bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren, in: DIK Heft 21/22 1967, S. 603

2) vgl. Heinz, G.: a.a.O., S. 92 ff; vgl. auch Pfeiffer, W.: a.a.O., S. 604 ff; Floss, E.: Geschick in Steuersachen - Es lohnt sich, alle Vergünstigungen auszunutzen, in: SZ vom 23.10.1969

2. Steuerbegünstigte Zinsen: Durch den Abzug von 30 % Kapitalertragssteuer und 0,9 % Ergänzungsabgabe sind Einkommen-, Körperschaft-, Gewerbeertragsteuer sowie die Ergänzungsabgabe allgemein abgegolten (§ 43 Abs. 1 Ziff. 3 bis 5 EStG).

3. Tarifbesteuerte Zinsen: Bei dieser häufigsten Besteuerungsform, die für die nach dem 31.12.1954 ausgegebenen festverzinslichen Wertpapiere gilt, werden keine Kapitalertragssteuer und Ergänzungsabgabe einbehalten (§ 43 Abs. 2 EStG). Die Zinsen sind in der Einkommensteuer-Erklärung zu deklarieren; eine Ausnahme gilt lediglich für Lohnempfänger, soweit die Zinsen zusammen mit etwaigen Nebeneinkünften die Freigrenze von DM 800,- nicht übersteigen.

4. Kapitalertragsteuerpflichtige Zinsen: Diese relativ seltene Belastung der Zinsen mit 25 % Kapitalertragsteuer und 0,75 % Ergänzungsabgabe (bei Erträgen aus Wandel- und Gewinnobligationen) ist bei der Einkommensteuererklärung als Vorauszahlung anrechenbar.

5. Kuponsteuerpflichtige Zinsen: Die Erträge aus festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten werden, soweit sich diese im Besitz von "Gebietsfremden"befinden, mit einer Kapitalertragsteuer von 25 % zuzüglich der Ergänzungsabgabe von 0,75 % belastet.

Für die Frage, ob ein Anleger steuerfreie oder tarifbesteuerte Rentenwerte kaufen soll, sowie für die Entscheidung, ob er Neuemissionen zeichnen oder bereits umlaufende Titel bevorzugen soll, sind die steuerlichen Gesichtspunkte von ausschlaggebender Bedeutung.[1)]

---

1) vgl. hierzu Günter, H. und Plaumann, W.: Die Anlage für Betriebsvermögen, in: Volkswirt 1965, S. 2709; dgl.: Steuerfreie Anleihen für Privatanleger zu teuer, in: Volkswirt Nr. 26, 1968, S. 33; Löschhorn, H.: Neue oder alte Rentenwerte kaufen? in: Wirtschaftswoche (früher: Volkswirt) Nr. 42, 1970, S. 84

Welche Rolle steuerliche Aspekte in der Anlageplanung spielen, zeigt wohl am besten die durch das Kuponsteuergesetz[1] ausgelöste Vertrauenskrise am Rentenmarkt. Die Einführung der Kuponsteuer für Gebietsfremde störte das Gleichgewicht am Rentenmarkt empfindlich und trug zu einem sehr raschen Kursverfall bei.[2]

ac) Liquidierbarkeit

Eine weitere anlagepolitische Zielsetzung stellt die Liquidierbarkeit der Anlage dar. Wenn auch der Kauf von festverzinslichen Wertpapieren normalerweise als langfristige Kapitalanlage gedacht ist, muß der Erwerber dennoch damit rechnen, die von ihm gehaltenen Werte wegen besonderer Umstände zu irgendeinem Zeitpunkt vor ihrer Fälligkeit realisieren zu müssen. Er wird also vor allem an einem stabilen Kurs und an einer jederzeitigen Verkaufsmöglichkeit interessiert sein.[3] Die Zirkulationsfunktion der Börse garantiert die Mobilisierbarkeit der Rentenwerte innerhalb kürzester Frist. Die Käufer werden deshalb Papiere bevorzugen, die einen breiten Markt aufweisen und eine gute Kurspflege erwarten lassen. Will der Anleger seine zur Verfügung stehenden Mittel nur für einen festgelegten Zeitraum binden, besteht die Möglichkeit, nur solche Titel auszuwählen, deren Fälligkeiten dem voraussehbaren Liquiditätsbedarf angepaßt

---

1) Am 23.3.1964 von der Bundesregierung angekündigt; am 28.3.1965 in Kraft getreten

2) vgl. dazu GBbk 1964, S. 58 f; Die Auswirkungen des Kuponsteuergesetzes, in: MoBbk Nr. 6, 1965, S. 3 ff; Verband privater Hypothekenbanken e.V.: Geschäftsbericht 1966, S. 28 ff; Thema Kuponsteuer noch nicht ausdiskutiert, in: SZ vom 13.2.1970; Kuponsteuer auf Eis gelegt, in: SZ vom 6.11.1970

3) vgl. Wielens, H.: a.a.O., S. 129

sind, d.h. Emissionen mit entsprechend kurzer Restlaufzeit und schon während der Laufzeit fest zugesagten Rückzahlungen. Dadurch lassen sich möglicherweise eintretende Wertverluste so niedrig wie möglich halten.[1)]

b) Weitere Faktoren, die das Marktverhalten beeinflussen

Neben den individuellen Zielsetzungen der einzelnen Anlegergruppen gibt es verschiedene Faktoren, die ebenfalls auf die Anlageentscheidungen Einfluß nehmen, jedoch von den Anlegern selbst nicht unmittelbar beeinflußbar sind. Diese Faktoren können als Rahmenbedingungen, unter denen sich das Geschehen am Rentenmarkt abspielt, angesehen werden. Sie stellen für die Emittenten ebenfalls vorgegebene Daten, die bei der Marktbeurteilung berücksichtigt werden müssen, dar, weil durch ihren, zum Teil bestimmenden Einfluß die Anlagebereitschaft der Marktpartner gestärkt bzw. geschmälert wird.

ba) Institutionelle Einflüsse

Zu den wichtigsten wirtschaftspolitischen Instrumenten ist die Geld- und Kreditpolitik der Deutschen Bundesbank zu rechnen. Durch die längerfristige[2)] Politik der Notenbank werden der Umfang der freien Liquiditätsreserven der Banken und das allgemeine Zinsniveau der Volkswirtschaft unmittelbar beeinflußt. "Die

---

1) vgl. dazu Steffan, F.: Die Komponenten des Rentenmarktes, in: DlK 1965, S. 567

2) zu den Beziehungen zwischen kurzfristiger und längerfristiger Zentralbankpolitik vgl. Müller, H.: Die Politik der deutschen Zentralbank 1948 - 1967, Tübingen 1969, S. 23 ff

Zentralbank verändert das Kreditangebot und die Kreditnachfrage, um über diese monetären Größen die ökonomische Aktivität im Hinblick auf ihre Zielsetzung zu regulieren".[1] Zu den Regulierungsinstrumenten zählen die Mindestreservepolitik, die Diskontpolitik sowie die Offenmarktpolitik mit Kapitalmarkttiteln.

Die Deutsche Bundesbank hat während der Phasen sogenannter Restriktionspolitik stets darauf hingewiesen, daß im übergeordneten Interesse der Währungspolitik zu bestimmten Zeiten eine Beeinträchtigung des Kapitalmarktes in Kauf genommen werden muß. "Wenn im Zuge kreditpolitischer Maßnahmen zuweilen eine Beeinträchtigung der Wertpapiermärkte nicht zu vermeiden war, so ergibt sich das eindeutig daraus, daß das Primat der Notenbankpolitik die Erhaltung des inneren und äußeren Geldwertes sein muß: ein Ziel, das auf die Dauer auch Voraussetzung für einen lebensfähigen Rentenmarkt ist."[2]

Der Einfluß der Bundesbank auf die Entwicklung der Zinssätze und sonstigen Konditionen am Kapitalmarkt kann nur dann zutreffend beurteilt werden, wenn die von der Notenbank gesetzten Daten systematisch in das Gefüge jener Daten, die für das Kapitalmarktklima maßgeblich sind, eingeordnet werden. Zu diesen Daten zählen im wesentlichen die tendenzielle Veränderung der Netto-Position der Banken gegenüber der privaten Wirtschaft und der öffentlichen Hand im Inland, d.h. die tendenzielle Zunahme oder Abnahme des Überschusses der Verbindlichkeiten über die jeweiligen Forderungen der Banken gegenüber inländischen Nichtbanken, sowie die Entwicklung der Zinssätze und sonstigen

---

1) Müller, H.: a.a.O., S. 26; vgl. auch Jaeger, G.: Entwicklung der sekundären Finanzierungsinstitute in der BRD und ihre Bedeutung für die Zentralbankpolitik, Tübingen 1968, S. 175 ff

2) Wagenhöfer, C.: Rentenmarkt - Erfahrungen aus der Sicht der Notenbank, in: DlK 1964, S. 187

Konditionen auf den großen Geld- und Kapitalmärkten im Ausland.[1)]

Die Analyse der Anlegerstruktur am deutschen Rentenmarkt zeigte den Markteinfluß, der durch den hohen Anteil der Kreditinstitute am Wertpapiererwerb ausgeübt werden kann, auf.[2)] Dieses starke Engagement der Banken führte zu einer ausgeprägten Geldmarktabhängigkeit des Rentenmarktes, die sich in einer hohen Reagibilität auf monetäre Anspannungs- bzw. Auflockerungstendenzen ausdrückte.[3)] Dudler weist daraufhin, daß die Wertpapieranlage der Kreditinstitute in der Regel eine Art "Pufferrolle" zu übernehmen hat, die übermäßige Unstetigkeiten in der Kursbildung und dadurch eine Schwächung der Leistungsfähigkeit des Marktes mit sich bringen kann.[4)]

Die enge Verknüpfung der einzelnen Bereiche des gesamten Kreditmarktes läßt es demzufolge nicht zu, daß die Notenbank an irgendeiner Stelle in das Marktgefüge eingreifen kann, ohne zugleich auf alle Teile des Organismus einzuwirken.[5)] Richebächer betont dabei, daß diese Ausstrahlungen der Notenbankpolitik grundsätzlich nicht als unerwünscht bezeichnet werden können: "Es ist primär zwar das Bankensystem, auf das die Geldpolitik abzielt, aber über die Banken soll letzten Endes die

---

1) vgl. Pohl, R.: Notenbankpolitik und Kapitalzinsentwicklung in Westdeutschland, in: Geld- und Bankpolitik, herausgegeben von Dürr, E., Köln u. Berlin 1969, S. 268

2) vgl. Kap. B, III

3) vgl. Dudler, H.-J.: Private Spartätigkeit und Kapitalmarktpolitik, in: Bl.f.G. Heft 14, 1968, S. 241

4) vgl. Dudler, H.-J.: a.a.O., S. 241

5) vgl. Richebächer, K.: Börse und Kapitalmarkt, a.a.O., S. 80; vgl. dazu im einzelnen das folgende Kapitel (C II 1 bb)

gesamtwirtschaftliche Kredit- und Liquiditätsbasis getroffen werden."[1)]

Das Verhalten der institutionellen Anleger beeinflußt zugleich in starkem Maße die Anlageentscheidungen der privaten Sparer. Diese psychologische Wirkung, die von der Anlagebereitschaft bzw. Zurückhaltung der institutionellen Anleger am Rentenmarkt ausstrahlt, führt dazu, daß sich die Geld- und Kreditpolitik der Deutschen Bundesbank indirekt - d.h. auf dem Umweg über die institutionellen Anleger - auch auf die privaten Anleger auswirkt.

In einem echten Dilemma befindet sich die Bundesbank immer dann, wenn aus konjunkturellen Gründen eine Zinsverteuerung für den Bankkredit für notwendig gehalten wird, andererseits jedoch der Kapitalmarkt geschont werden soll. "Die bisherigen Erfahrungen haben jedenfalls gezeigt, daß es zwar verhältnismäßig leicht ist, den Zins für langfristige Schuldtitel durch Kreditrestriktionen zu verteuern und damit unter Umständen den Rentenmarkt schwer zu erschüttern, daß es andererseits auf große Schwierigkeiten stößt, ein einmal erst überhöhtes Niveau des langfristigen Zinses mit zentralbankpolitischen Mitteln wieder zu senken."[2)]

Daneben hat die Bundesbank auch durch unmittelbares Eingreifen in das Geschehen am Rentenmarkt verschiedentlich Zeichen gesetzt. Als markantes Beispiel soll hier auf die Marktregulierung aus Bundesbankmitteln hingewiesen werden. Die Bundesbank

---

1) Richebächer, K.: a.a.O., S. 80

2) Martell, H.: Bestimmungsfaktoren der Zinsentwicklung in Westdeutschland, in: Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung, Berlin, Heft 3, 1959, S. 279

intervenierte 1967 - um einerseits den Kapitalzins zu drücken und andererseits zusätzlich Liquidität zu spenden - erstmals aktiv am Rentenmarkt und trat als permanenter Käufer für öffentliche Anleihen auf. Bei einem vorübergehenden Nachfrageüberhang wurden bewußt jeweils nur ganz geringe Beträge abgegeben, um dem Kapitalmarkt keine Liquidität zu entziehen.

Ob ein derartig starkes Engagement der Bundesbank begrüßenswert ist, erscheint allerdings zweifelhaft, da sich einerseits zwar positive Auswirkungen auf das Marktklima feststellen lassen, andererseits jedoch die Möglichkeit der Abkehr von dieser Politik belastend wirkt. Die Kursänderung in der Offenmarktpolitik der Bundesbank im Herbst 1968, die lebhafte Diskussionen auslöste, wurde von der Börsenentwicklung bereits frühzeitig vorweggenommen.[1)]

Als Störungsfaktor, der das Gefüge des Rentenmarktes verfälscht, wirken die Eingriffe der staatlichen Subventionspolitik. Insbesondere die öffentlichen Subventionen der mit dem Wohnungsbau verbundenen Zinslasten - d.h., solange ein großer Teil der Zinskosten von der öffentlichen Hand zu Lasten des Steueraufkommens übernommen wird - verhindern die Bildung eines marktgerechten Zinssatzes am Kapitalmarkt.[2)] Durch die zinsunempfindliche Nachfrage, die durch das wirtschaftspolitische Instrument der Subvention geschaffen wird, ist die Reglerfunktion des Zinses, Angebot und Nachfrage zu steuern und auszugleichen, teilweise aufgehoben. Da Subventionen für die Überbrückung und Milderung von Anpassungshärten in einem durch Konflikte aller Art

---

1) vgl. dazu auch Irmler, H.: Möglichkeiten und Finanzierung einer antizyklischen Fiskalpolitik, in: Handelsblatt vom 14.2.67; "Bundesbank und Rentenmarkt", in: FAZ vom 29.7.1968; "Bundesbank stellt Kurspflege aus eigenen Mitteln ein", in: FAZ vom 4.3.1969

2) vgl. dazu Wagenhöfer, C.: a.a.O., S. 188

gekennzeichneten Wirtschaftsprozeß gut geeignet sind[1], sollte das Augenmerk nicht auf eine Abschaffung der Subvention, sondern auf eine vernünftige Größenordnung, durch die sich negative Einflüsse auf das Marktgeschehen vermeiden lassen, gerichtet sein.

bb) Beziehungen des Rentenmarktes zu anderen Märkten

Die Analyse der Anlageentscheidungen der Käufergruppen läßt auch die engen Beziehungen des Rentenmarktes zu anderen Märkten erkennen. Im Untersuchungszeitraum war die Abhängigkeit des Rentenmarktes vom Geldmarkt, die im wesentlichen auf die bisher für die deutsche Kapitalmarktsituation charakteristische Käuferposition der Kreditinstitute zurückzuführen ist, besonders stark ausgeprägt.

Der Verlauf der Gesamtemissionsrendite am Rentenmarkt, des Diskontsatzes sowie der Sätze für Tages- und Dreimonatsgeld im vergangenen Jahrzehnt wird in Schaubild 8 dargestellt. Besonders deutlich wird dabei die Krisensituation 1969/1970, in der die kurzfristigen Sätze erstmals über der Gesamtemissionsrendite liegen. König und Wolters[2] untersuchten in ihrer Studie, die sich über den hier dargestellten Zeitraum erstreckte, die Frage, ob die Zinssätze systematische Bewegungen aufzeigen

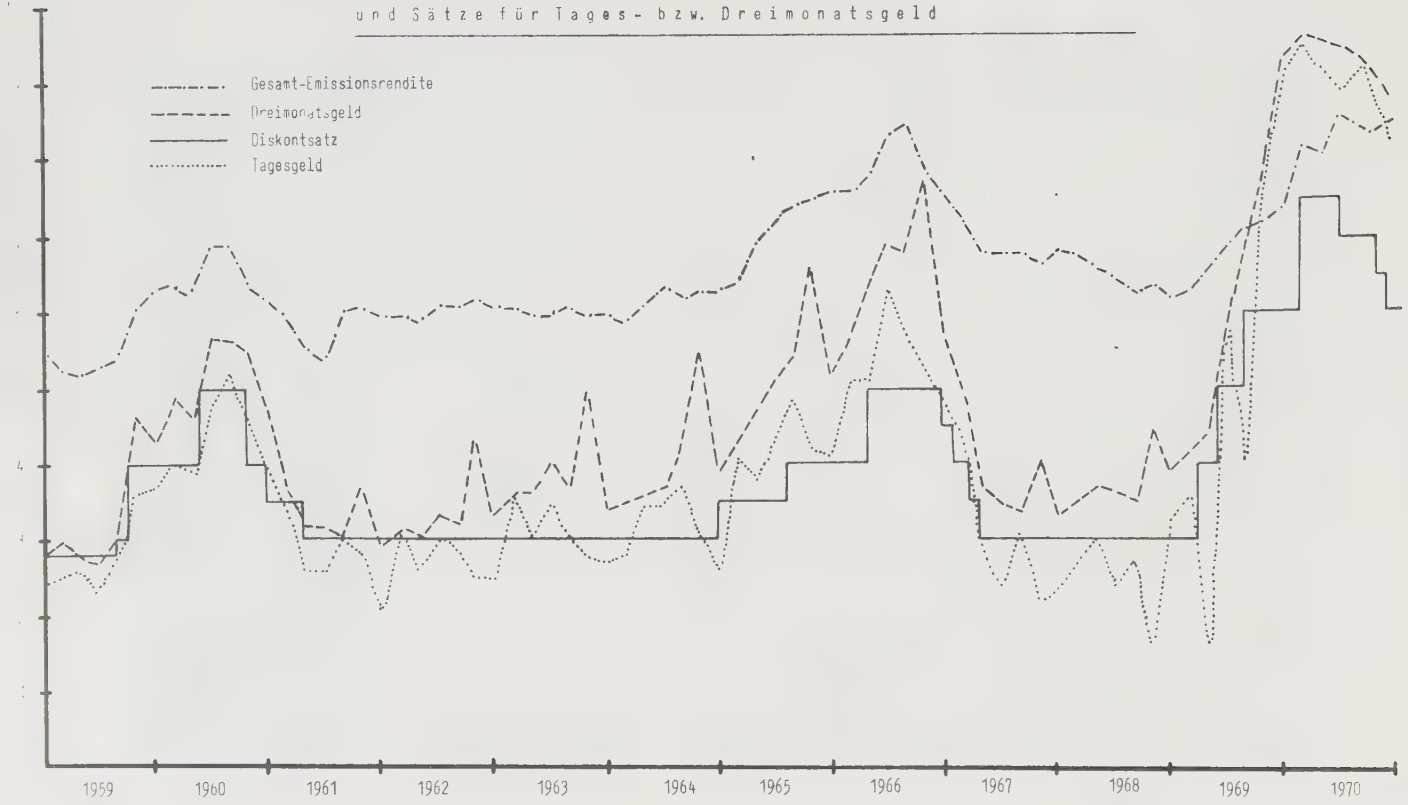
---

1) vgl. Hansmeyer, K. H.: Subventionen in der Bundesrepublik Deutschland, Berlin 1963, S. 31; vgl. auch Merkel, G.: Theorie der Kapitalmarktpolitik, Berlin 1955, S. 125 ff

2) vgl. König, H. und Wolters, J.: Über den Zusammenhang zwischen kurz- und langfristigem Zinssatz: eine Spektralanalyse der westdeutschen Zinsstruktur, Zürich 1969

Schaubild 8

Gesamt-Emissionsrendite am Rentenmarkt, Diskontsatz und Sätze für Tages- bzw. Dreimonatsgeld



Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank und Statistische Beihefte zu den Monatsberichten, Reihe 2

oder ob ihre Entwicklung mehr zufälliger Art sei. Die Untersuchung ergab, daß die Zinssatzänderungen einem Prozeß unterliegen, der sich aus einer langfristigen Komponente, einer Zufallskomponente und bei den Geldmarktsätzen darüberhinaus aus einer saisonellen Komponente zusammensetzt. Hervorzuheben ist dabei einmal das unterschiedliche Gewicht, das den einzelnen Komponenten zukommt, und zum anderen die selbst bei der langfristigen Komponente vergleichsweise niedrige Kohärenz zwischen den Geldmarktsätzen einerseits und den Renditen des Rentenmarktes andererseits.[1)]

Wolfgang weist daraufhin, daß sich eine Änderung des Marktzinses regelmäßig zuerst am Geldmarkt bemerkbar macht, da nicht immer erkennbar ist, ob ein auftretender Kapitalmangel bzw. Kapitalüberfluß vorübergehender oder längerfristiger Natur ist. "In dem Maße, in dem sich dann zeigt, daß der Kapitalmangel oder Kapitalüberfluß nicht nur vorübergehender Natur ist, findet eine Abwanderung vom Geld- auf den Kapitalmarkt statt. ... Die Verteuerung der kurzfristigen Finanzierung läßt den Anreiz zur Konsolidierung der Schulden durch eine langfristige Anleihe größer werden. Umgekehrt läßt sich in Zeiten starker Ermäßigung der Zinssätze des Geldmarktes beobachten, daß Kapitalien, die bisher kurzfristig investiert wurden, nunmehr trotz des damit verbundenen Kursrisikos auf dem Kapitalmarkt Anlage finden, um von den höheren Zinssätzen Nutzen zu ziehen."[2)]

Die enge Verknüpfung des Rentenmarktes mit dem Hypothekenmarkt, die sich aus der starken Marktstellung der Realkreditinstitute ergibt, wurde bereits dargestellt.

---

1) vgl. König, H. und Wolters, J.: a.a.O., S. 23

2) Wolfgang, E.: Die Kursbildung am Rentenmarkt, Stuttgart 1931, S. 25 f

Nicht zuletzt hat natürlich auch das Geschehen am Aktienmarkt Rückwirkungen auf die Entwicklung des Rentenmarktes. Es würde im Rahmen dieser Arbeit jedoch zu weit führen, eine genauere Analyse der wechselseitigen Beziehungen des Aktien- und Rentenmarktes vorzunehmen. Betrachtet man die Entwicklung beider Märkte nach dem zweiten Weltkrieg im großen Überblick, so läßt sich die Feststellung treffen, daß diese in der Regel sehr ähnlich verlief. Es war also keineswegs etwa so, daß Schwächeperioden am Aktienmarkt die Aufnahmebereitschaft des Rentenmarktes wesentlich vergrößerten und damit einen nachhaltig positiven Einfluß auf die Kursbildung ausübten. Eine Schwächeneigung des Aktienmarktes verstimmte zumeist auch gleichzeitig die Anleger am Rentenmarkt und umgekehrt. Eine konträre Entwicklung der beiden Märkte läßt sich im Betrachtungszeitraum eigentlich nur für das Jahr 1960 feststellen, in dem - ausgelöst durch starke konjunkturelle Auftriebskräfte - ein hausseartiger Anstieg der Aktienkurse seinen Höhepunkt erreichte. Diese am Aktienmarkt in ungewöhnlichem Ausmaß gebotenen Kurschancen veranlaßten die Anleger, den Rentenmarkt völlig zu vernachlässigen, dessen Emissionsvolumen sich demzufolge absolut halbierte.

Von besonderer Bedeutung ist schließlich noch die Verbindung des Rentenmarktes mit den internationalen Kreditmärkten, die sich nach der völligen Liberalisierung des Wertpapierverkehrs mit dem Ausland im Jahre 1959 immer mehr verstärkt hat. In den vergangenen Jahren zeigte sich der Trend zur Verwendung der D-Mark als internationale Anleihewährung besonders deutlich. Bei der heute gegebenen politischen und wirtschaftlichen Verflechtung der einzelnen Staaten empfängt auch der deutsche Rentenmarkt entsprechend starke Impulse von außen. Die Kapitalanleger müssen deshalb bei ihren Anlageentscheidungen neben binnenwirtschaftlichen Faktoren gleichzeitig die Entwicklung der internationalen Liquidität, die Kapitalbildung und -verwendung im Ausland sowie sonstige Einflußgrößen, die auch auf den deutschen Kapitalmarkt einwirken, als Rahmenbedingungen berücksichtigen.

Die zunehmende Bedeutung der BRD als internationaler Finanzplatz bringt zweifellos zeitweise sehr starke Belastungen für den Rentenmarkt mit sich. Gleichzeitig wird jedoch das ökonomische Gewicht der BRD gestärkt, und nicht zuletzt verbessern sich auch für die deutschen Emittenten die Möglichkeiten, sich - wenn erforderlich - zusätzlich auf den internationalen Märkten zu refinanzieren.[1] "Die Internationalisierung der Kapitalbeschaffung wird sich angesichts der hohen europäischen und überseeischen Investitionsvorhaben zweifellos verstärken. Sie entspricht auch dem im EWG-Vertrag enthaltenen Ziel, die Kapitalmärkte zu integrieren, und bietet alle Vorteile, die mit jedem großen Markt verbunden sind".[2] Diese Aussage gilt auch heute noch, wobei gleichzeitig zu berücksichtigen ist, daß das Potential der europäischen Kapitalmärkte sich bereits seit geraumer Zeit durchaus mit dem der USA messen kann.[3]

Für die künftige Koordinierung der Währungspolitik im Gemeinsamen Markt ist die Kenntnis der verschiedenartigen Instrumente und Maßnahmen zur Beeinflussung der Geld- und Kapitalströme, mehr noch die Kenntnis ihrer Wirksamkeit, besonders wichtig. Von einer sinnvollen Abstimmung der verschiedenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen wird es abhängen, ob das Ziel des EWG-Vertrages, ein optimales Wachstum unter den Bedingungen des inneren und äußeren monetären Gleichgewichts, erreicht werden kann.[4]

---

1) vgl. Guth, W.: Die D-Mark als internationale Anleihewährung, in: Wirtschaftliche Mitteilungen der Deutschen Bank Heft 3, 1968, S. 6

2) Deutsche Bank AG: Das Börsenbild 1964, S. 17

3) vgl. dazu Abs, H.: Der europäische Wertpapier- und Emissionsmarkt im Hinblick auf internationale Finanzierungen, Sonderdruck Frankfurt/M. 1964, S. 39 ff

4) vgl. Glaeser, R. und Schmidt, K.-D.: Probleme des Kapitalmarktes in den Ländern der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, Tübingen 1962, S. 132

2. Umsatzschwankungen am Rentenmarkt

Wenn im folgenden die Umsatzhäufigkeit am Rentenmarkt betrachtet werden soll, handelt es sich dabei um die Börsenumsätze bereits umlaufender Wertpapiere.

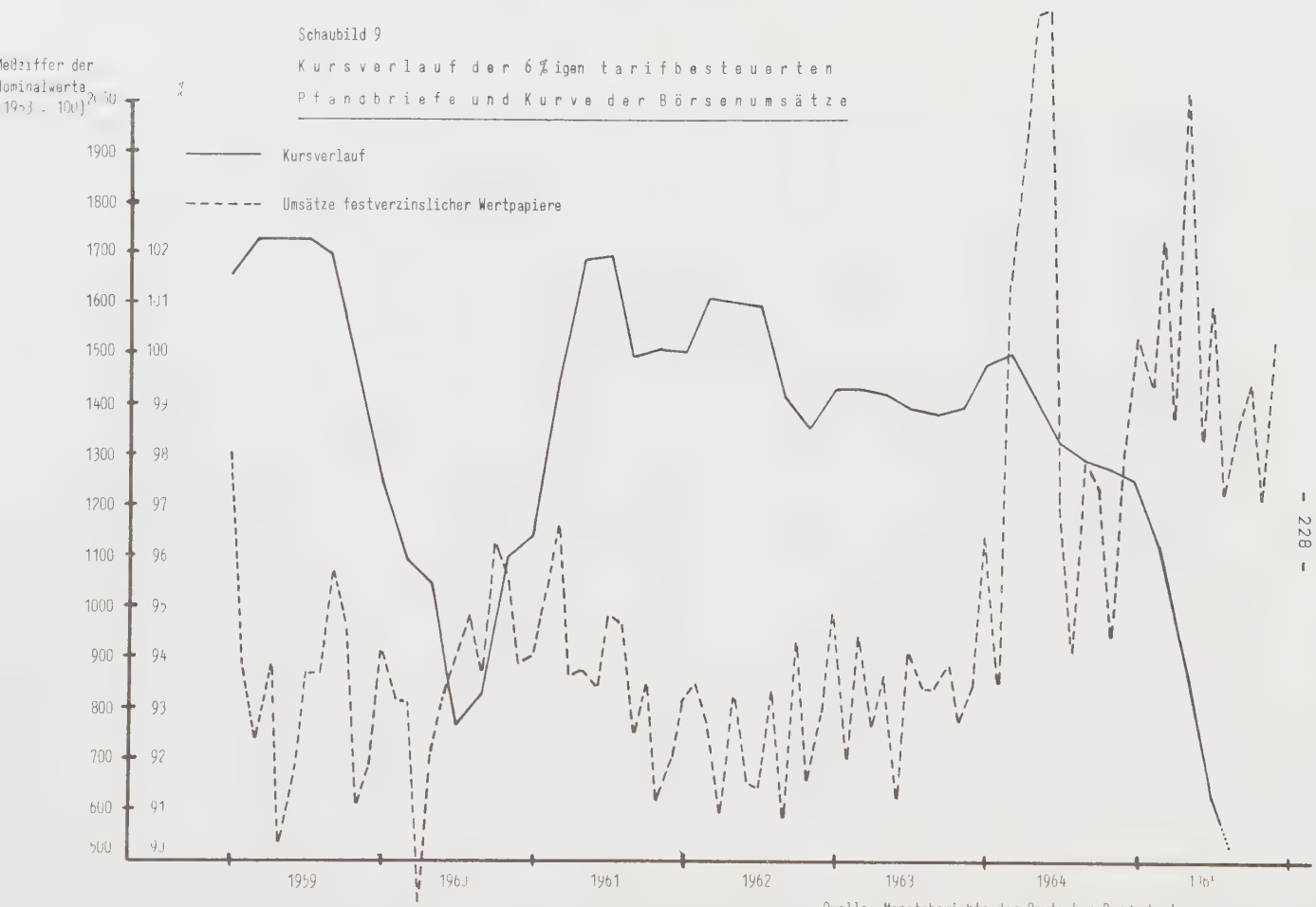
Infolge ihres Charakters als Gläubigereffekten und langfristige Kapitalanlage kann davon ausgegangen werden, daß die festverzinslichen Wertpapiere eine bedeutend geringere Umsatzhäufigkeit aufweisen als Aktien. So ist z.B. eine Hausseperiode am Aktienmarkt in der Regel mit einer sehr lebhaften Umsatztätigkeit verbunden. Am Rentenmarkt lassen dagegen besonders große Börsenumsätze meist auf Unsicherheit des Publikums über die weitere Marktentwicklung schließen.

Die folgenden Schaubilder 9 und 10 bestätigen diese Aussage sehr eindrucksvoll. Im Schaubild 9 wurde die früher von der Bundesbank ausgewiesene Meßziffer der Nominalwerte dem Kursverlauf der 6 %igen Pfandbriefe gegenübergestellt. Schaubild 10 zeigt die Börsenumsätze in Mio DM Kurswert. Da die Emittenten naturgemäß vor allem am Neuabsatz interessiert sind, waren die jeweils in Perioden mit einer sehr schlechten Absatzlage einsetzenden Abgaben von umlaufenden Titeln eine schwerwiegende Belastung. Die extremen Ausschläge der Kurve der Umsätze seit 1967 weisen auf die Krisensituation, in der sich der Rentenmarkt befindet und die nur 1968 kurzfristig unterbrochen werden konnte, hin.

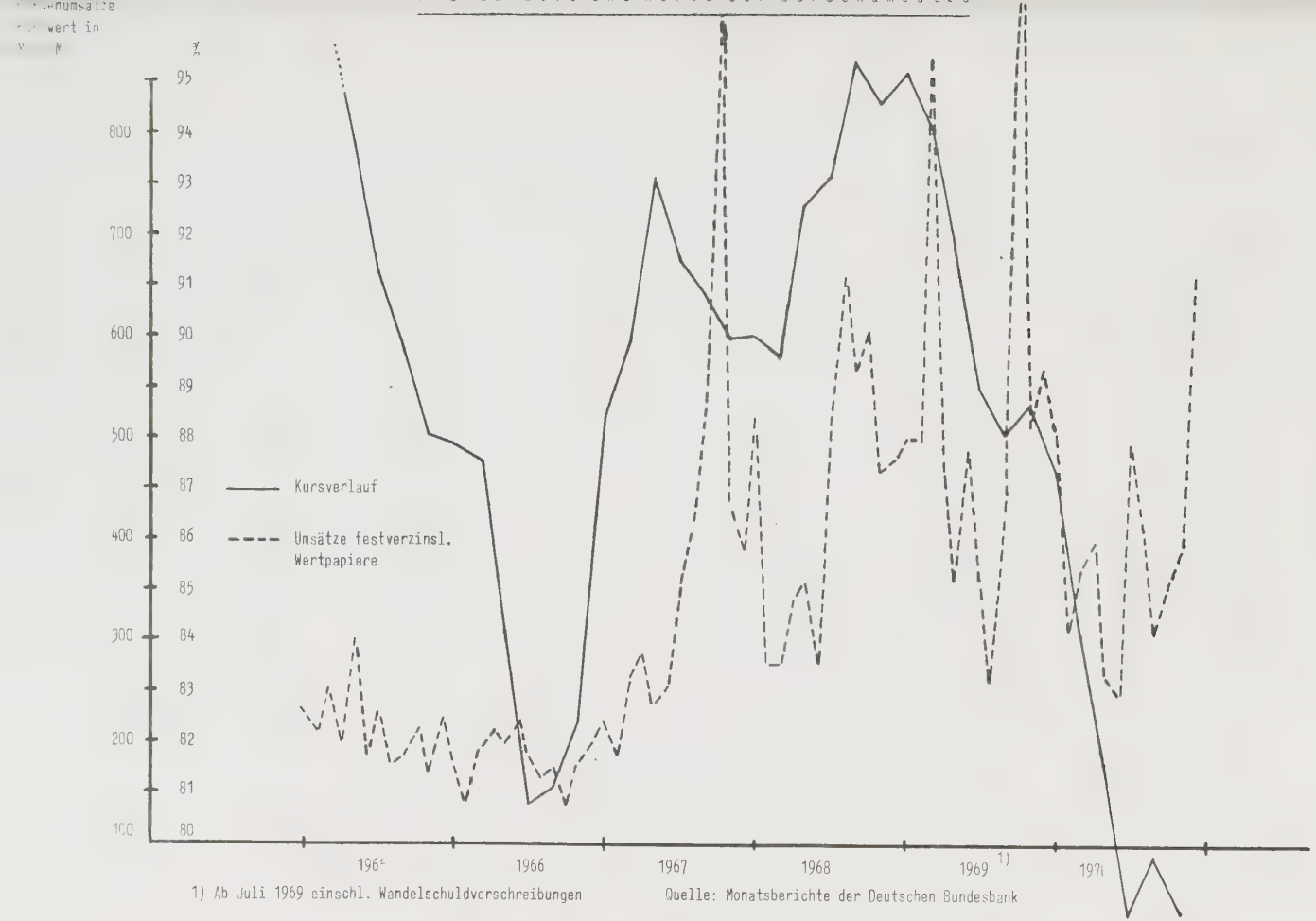
Das Emporschnellen der Umsätze in diesem Ausmaß beweist zugleich, daß ein Versuch der Kreditinstitute, die Rentenkurse gegen eine bestimmte Markttendenz - etwa durch Kursstützungsaktionen - in gewünschter Höhe zu halten, aussichtslos ist.

Schaubild 9

Kursverlauf der 6%igen tarifbesteuerten Pfandbriefe und Kurve der Börsenumsätze



Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank



1) Ab Juli 1969 einschl. Wandelschuldverschreibungen

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank

Die Auswirkungen der teilweise gewaltigen Abgabeflut von umlaufenden Papieren an der Börse, die den Neuabsatz oft monatelang stark drosselte, spiegeln sich in entsprechend geringen Zuwachsraten des Gesamtumlaufs wider (vgl. dazu Tab. X im Anhang).

3. Das Marktverhalten der wichtigsten Anlegergruppen

a) Kreditinstitute

aa) Ziele der Kreditinstitute und deren Auswirkungen auf den Rentenmarkt

Es wurde bereits ausführlich dargestellt, welche Bedeutung der Nachfrage der Kreditinstitute nach festverzinslichen Wertpapieren für die Entwicklung des Rentenmarktes in Deutschland zukommt.[1] Ob die Anlage in festverzinslichen Titeln kurz-, mittel- oder langfristigen Charakter hat, hängt davon ab,wie lange eine Bank geneigt ist, ihre Papiere zu halten, d.h., welche Ziele sie mit der Anlage verfolgt. Dannemann[2] weist darauf hin, daß die Wertpapieranlage bei den Kreditbanken in der Regel nur vorübergehender Natur ist, während die übrigen Kreditinstitute - insbesondere das Sparkassen- und Girosystem - mehr die dauerhafte Anlage pflegen. Da die Wertpapieranlage bei keiner Bank ausschließlicher Geschäftszweck ist oder auch nur im Vordergrund der Betätigung steht, müssen sowohl die Kapitalmarktoperationen des gesamten Bankensystems als auch die einer einzelnen Bank stets im Zusammenhang mit den Dispositionen im Rahmen des gesamten Aktivgeschäftes gesehen werden.[3]

Eine Gegenüberstellung des gesamten Nettoabsatzes und des Nettoabsatzes an Kreditinstitute bzw. an Nichtbanken läßt erkennen, daß die Schwankungen der Kurve der Nettoemissionen

---

1) vgl. hierzu Kapitel C I, 2

2) vgl. Dannemann, W.: Struktur und Funktionsweise des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland, a.a.O., S. 73

3) vgl. Dannemann, W.: a.a.O., S. 73

festverzinslicher Wertpapiere weitgehend den jeweiligen Änderungen des Erwerbs von Rentenwerten durch die Kreditinstitute folgen (vgl. dazu Schaubild I und II im Anhang). "Daß Änderungen in dem Volumen der Käufe an festverzinslichen Wertpapieren durch die Kreditinstitute in einem sehr bedeutenden Maße auf die Entwicklung der gesamten Nettoemission durchschlagen, beruht teils auf dem hohen Anteil der Kreditinstitute am Wertpapiererwerb und teils darauf, daß die Aktivität der Kreditinstitute als Käufer von festverzinslichen Wertpapieren besonders ausgeprägte Schwankungen aufweist."[1)]

Die Schwankungen des Absatzes an Rentenwerten im Betrachtungszeitraum sind demnach zum überwiegenden Teil auf die Anlagepolitik der Kreditinstitute zurückzuführen. Hierin ist auch die eigentliche Ursache für die Kommunikation zwischen Geld- und Kapitalmarkt zu sehen, denn die primär auf die kurzfristigen Zinsen zielenden geldpolitischen Eingriffe der Notenbank schlagen um so schneller und um so stärker auf den Kapitalmarkt durch, je mehr das Bankensystem in Wertpapieranlagen engagiert ist.[2)]

Eine Analyse der Absatzstatistiken läßt erkennen, daß die Funktionsfähigkeit des deutschen Rentenmarktes seit dem 2. Weltkrieg über lange Zeitabschnitte hinweg nur durch das starke Engagement der Banken gewährleistet wurde. Die Kreditinstitute "transformierten" die liquiden Einlagen der Nichtbanken in längerfristige Anlageformen und nahmen der Wirtschaft und den privaten Haushalten gleichzeitig in starkem Maße das

---

1) Häuser, K. und Somogyi, J.: a.a.O., S. 17 f

2) vgl. Richebächer, K.: Börse und Kapitalmarkt, Frankfurt/M. 1963, S. 78

mit dem Wertpapiererwerb verknüpfte Risiko ab.[1)]

Als Basis für die Anlageentscheidungen der Kreditinstitute gelten die allgemeinen bankpolitischen Grundsätze, deren oberste Zielsetzung darin besteht, das Verhältnis zwischen Eigenkapitalrentabilität, Sicherheit und Liquidität optimal zu gestalten.[2)]

Ein sehr enger Zusammenhang besteht zwischen dem Kreditgeschäft - dem wichtigsten Aktivgeschäft der Kreditinstitute - und dem Wertpapiererwerb. Die Banken wenden sich aus Rentabilitätsgründen dem Wertpapiererwerb regelmäßig dann zu, wenn ihnen Kreditanträge guter Qualität nicht mehr im erwünschten Umfang zugeleitet und die verfügbaren liquiden Anlagen als ausreichend angesehen werden.[3)] "Die Anlage im Kreditgeschäft nicht benötigter freier Mittel in Wertpapieren hat den Vorteil, daß sie praktisch immer ausgebaut und erweitert werden kann, wenn die Anlagedispositionen der Kreditinstitute dies erforderlich erscheinen lassen. Der Ertrag, den die Wertpapiere abwerfen, liegt zwar in der Regel ... unter dem des Kreditgeschäfts; er dürfte diesem letztlich jedoch sehr nahe kommen, da die den Banken entstehenden persönlichen und sachlichen Nebenkosten im Kreditgeschäft unvergleichlich höher liegen als bei der Wertpapieranlage und das Kapitalzinsniveau in der Bundesrepublik bisher durchweg noch sehr hoch, das Zinsniveau für

---

1) vgl. Pohl, R.: Die westdeutschen Kreditinstitute als Käufer von Wertpapieren, in: Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung, Berlin, Heft 1, 1957, S. 70

2) vgl. Graf, R.: Die Finanzpolitik der Kreditbanken, Diss. München 1967, S. 18 ff

3) vgl. Häuser, K. und Somogyi, J.: a.a.O., S. 19

Geldmarktanlagen und kurzfristige Kredite demgegenüber ... vergleichsweise niedrig gelegen hat."[1)]

ab) Einflußfaktoren der Anlagepolitik

Das Verhalten der Banken im Betrachtungszeitraum läßt erkennen, daß diese den Ausgleich ihrer kurzfristigen Liquiditätsschwankungen durch die Veränderung des Bestandes an freien Liquiditätsreserven vornahmen. Bei einer längerfristig anhaltenden Verminderung oder Erhöhung der Liquiditätsreserven veränderten die Banken dagegen den Umfang ihrer Wertpapiertransaktionen und ihre Kreditbereitschaft, um die tatsächliche Höhe der freien Liquiditätsreserven der gewünschten Höhe anzupassen.[2)]

Auf den bestimmenden Einfluß der Notenbankpolitik auf die Wertpapierkäufe der Banken weisen auch Häuser und Somogyi hin:

> "In Perioden der Hochkonjunktur, in denen die Notenbank eine restriktive Politik verfolgt und einen Druck auf die Bankenliquidität ausübt, besteht zugleich eine rege Nachfrage nach Bankkrediten, so daß das Wertpapiergeschäft der Kreditinstitute von beiden Seiten eingeengt wird. Umgekehrt wird in Perioden einer nachlassenden Konjunktur, wenn die Notenbankpolitik expansiv auf die Bankenliquidität wirkt, die Kreditnachfrage der Wirtschaft erst allmählich wieder zunehmen. In dieser Situation werden, nachdem die Kreditinstitute ihre liquiden Reserven auf den gewünschten Stand gebracht haben, die Wertpapiere als Anlagemittel in den Vordergrund rücken."3)

Dabei muß allerdings betont werden, daß der hier dargestellte modellartige Zusammenhang in der Praxis von den langfristigen Bestimmungsgründen der Kapitalmarktentwicklung überlagert wird.[4)]

---

1) Mauersberger, E.: Die Wertpapieranlage der westdeutschen Kreditinstitute, Diss. Köln, 1964, S. 135 f

2) vgl. Müller, H.: a.a.O., S. 82

3) Häuser, K. u. Somogyi, J.: a.a.O., S. 20; vgl. in diesem Zusammenhang auch GBbk 1959, S. 44 f

4) vgl. Häuser, K. u. Somogyi, J.: a.a.O., S. 20

Zur Beantwortung der Frage, ob sich die Kreditinstitute beim Kauf festverzinslicher Wertpapiere grundsätzlich vom Konjunkturverlauf leiten ließen, kann gesagt werden, daß die Marktentwicklung keine ausreichenden Ansatzpunkte für einen generellen Einfluß der Konjunktur bei der Anlageentscheidung bietet. In einzelnen Jahren verliefen die Wachstumsraten des Sozialprodukts und der Kredite parallel, und der Wertpapiererwerb der Banken bewegte sich invers dazu. Solche Jahre bildeten jedoch gegenüber den restlichen eine Ausnahme, so daß keine bestimmte Tendenz festgestellt werden kann.[1] "Die Banken ließen sich also bei ihrem Wertpapiergeschäft nicht vom Konjunkturverlauf leiten, sondern von ihrer Liquidität."[2] (vgl. dazu auch Schaubild 11 und 12).

Die Geldmarktabhängigkeit des Rentenmarktes wird vermindert, wenn die "Fristentransformation" in stärkerem Maß ohne Zwischenschaltung von Wertpapieren erfolgt, d.h., wenn ein höheres Maß an Fristentransformation im eigenen Kreditgeschäft der Banken vollzogen wird. So wies die Deutsche Bundesbank 1967 darauf hin, daß einige wichtige Gruppen von Kreditnehmern, die sich vordem hauptsächlich durch eigene Emissionen finanziert

---

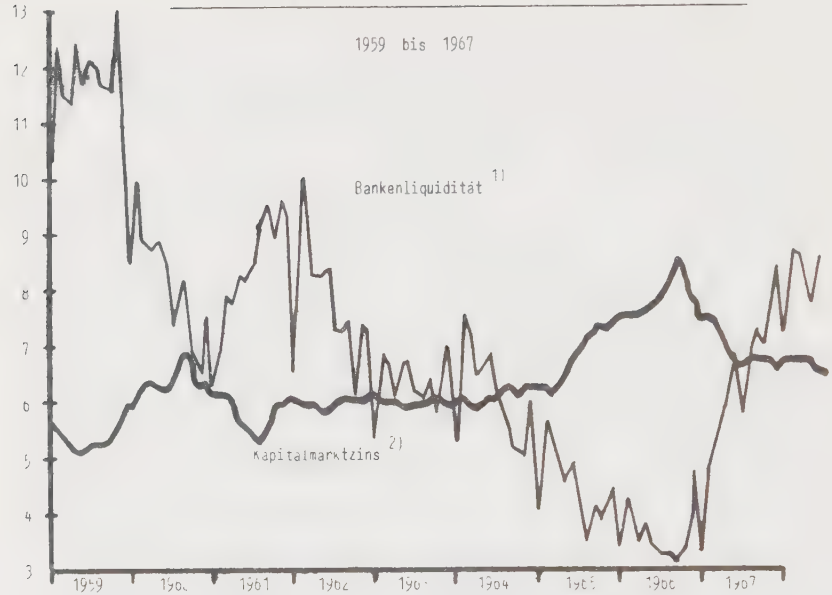
1) vgl. Hübl, L.: Bankenliquidität und Kapitalmarktzins, Berlin 1969, S. 124; vgl. dazu auch Steinhaus, F.C.: Wertpapieranlage der Kreditbanken, Stuttgart und Berlin 1939, S. 56; Woodworth, G.W.: The Monetary and Banking System, New York, Torronto, London 1950, S. 268; Lindörfer, W.: Die Wertpapieranlage der Geschäftsbanken in USA, Diss. Erlangen 1953, S. 87; Böhme, R.: Die Verhaltensweise der Kreditbanken, Diss. Frankfurt/M. 1955, S. 259; Stein, H.-H.: Strukturwandlungen in der Anlagepolitik der Kreditbanken, Berlin 1964, S. 128 ff; Klein, J.J.: Money and the Economy, New York 1965, S. 74

2) Hübl, L.: a.a.O., S. 124

Schaubild 11

Kapitalmarktzins und Bankenliquidität

1959 bis 1967

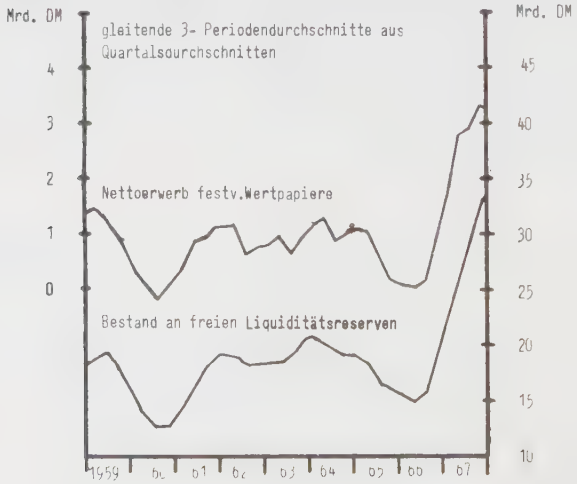


1) Erstklassige liquide Mittel der Kreditinstitute in vH der Einlagen
2) Emissionsrendite neuer festverzinslicher Wertpapiere

Quelle: Industriekreditbank AG: Geschäftsbericht 1967/68, S. 19

Schaubild 12

Bankenliquidität und Netto-Erwerb festverzinslicher Wertpapiere durch Kreditinstitute



hatten, ihren langfristigen Finanzbedarf in erheblichem Umfang bei den Banken direkt befriedigen konnten, und zwar keineswegs nur bei solchen Instituten, die sich ihre Mittel vorwiegend durch Ausgabe langfristiger Bankschuldverschreibungen beschaffen, sondern auch bei den großen Kreditbanken und den Spitzeninstituten des Sparkassen- und Genossenschaftssektors.[1] Die nötige Basis für eine verstärkte Pflege des längerfristigen Kreditgeschäftes lieferten die bei allen Banken sehr hohen Spareinlagenzugänge, so daß das mit derartigen Forderungen verbundene größere Liquiditätsrisiko mit der Struktur der Passivseite der Bankbilanzen nicht in Konflikt geriet.[2]

Obwohl die Banken als Käufer am Rentenmarkt den größten Anteil auf sich vereinigen, wurde in der bankpolitischen Diskussion häufig die Frage aufgeworfen, ob die Rentenmarktbeteiligung der Kreditinstitute im Verhältnis zu den übrigen Aktivgeschäften als ausreichend angesehen werden kann. Als Hauptargument wurde dabei meist aufgeführt, daß seit der Währungsreform ein großer Teil der Geldkapitalbildung nicht wie in früheren Zeiten in Form von Wertpapieren Anlage fand, sondern sich vor allem bei Banken und Sparkassen in Form von Guthaben niederschlug.[3] Die Deutsche Bundesbank[4] weist in einer Untersuchung über die Entwicklung der Wertpapieranlagen der Banken darauf hin,

---

1) vgl. Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 1968, S. 12 ff; vgl. auch Reinboth, H.: Zur Entwicklung der Wertpapieranlagen der privaten Banken, in: Bank-Betrieb 1967, S. 352

2) vgl. Deutsche Bundesbank: a.a.O., S. 14.
Eine ausführliche bankpolitische Analyse des langfristigen Kreditgeschäftes der Großbanken hat Münker vorgenommen. Vgl. Münker, B.D.: Das langfristige Kreditgeschäft der Filialgroßbanken, Diss. München 1967

3) vgl. Thomas, K.: Ausleihungen, Diskontierungen und Wertpapieranlagen der Kreditbanken, Berlin 1956, S. 250 ff

4) vgl. Entwicklung der Wertpapieranlagen der Banken, in: MoBbk Nr. 9, 1967, S.16 ff

daß vor allem die Kreditbanken der Bundesrepublik im internationalen Vergleich über verhältnismäßig geringe Wertpapierportefeuilles verfügen.

Die Betrachtung der Entwicklung der Wertpapieranlage bei den einzelnen Bankengruppen zeigt, daß neben den Kreditinstitutionen mit Sonderaufgaben namentlich die Sparkassen sowie die Institute des Genossenschaftssektors heute über einen höheren Anteil der festverzinslichen Wertpapieranlagen verfügen als in früheren Jahren. Maßgebend dürfte dafür das bei diesen Institutsgruppen besonders ausgeprägte Spareinlagengeschäft gewesen sein.[1)]

Einerseits muß dabei jedoch beachtet werden, daß aus Wertpapierbestandsvergleichen - sowohl mit dem Ausland als auch zwischen den deutschen Bankengruppen selbst - nur sehr begrenzt Schlußfolgerungen gezogen werden können, da die jeweiligen geschäftlichen Schwerpunkte der Bankengruppen des Inlandes und Auslandes erheblich divergieren. So sind die privaten Kreditbanken in Deutschland beispielsweise in weit stärkerem Maße an der Unternehmensfinanzierung beteiligt als die Sparkassen, die ihrerseits wiederum eine Sonderaufgabe bei der Kreditversorgung der öffentlichen Hand haben.[2)] Andererseits wird das Wertpapieranlagegeschäft - ebenso wie die übrigen Aktivgeschäfte - durch die bankpolitischen Grundsätze der Liquidität, Sicherheit und Rentabilität determiniert. Es kann deshalb unserer Meinung nach nicht Aufgabe einer Bank bzw. Bankengruppe sein, aus

---

1) vgl. dazu im einzelnen: " Entwicklung der Wertpapieranlagen der Banken", in: MoBbk Nr. 9, 1967, S. 16 ff; vgl. auch Vaih, W.: Die Wertpapieranlage der Sparkassen, in: Sparkasse 1965, S. 278

2) vgl. Verband privater Hypothekenbanken e.V.: Geschäftsbericht 1967, S. 26

kapitalmarktpolitischen Gründen ihre Bestände an festverzinslichen Wertpapieren zu erhöhen. Soweit Banken gesamtwirtschaftliche Verpflichtungen übernehmen, darf in keinem Fall die notwendige einzelwirtschaftliche Sicht dabei unberücksichtigt bleiben, denn "... die privatwirtschaftliche Orientierung der Großbanken erlaubt ... die Zuordnung volkswirtschaftlicher Aufgaben ... nur insoweit, als diese sich mit den individuellen bankpolitischen Grundsätzen deckt".[1] Deshalb erscheint die Frage, ob die Kreditinstitute bzw. einzelne Bankengruppen zu einem größeren Engagement in festverzinslichen Wertpapieren ermuntert werden können oder sollen, von untergeordneter Bedeutung. Entscheidend ist vielmehr, mit welchen Mitteln und Methoden der private Sparer in weit stärkerem Maße als bisher zum Erwerb von Rentenpapieren angeregt werden kann.

Wenn von anlagepolitischen Bestimmungsfaktoren und Entscheidungen gesprochen wurde, so setzt das voraus, daß eine Bank ihr Aktivgeschäft innerhalb exogener und nicht beeinflußbarer Daten selbst zu gestalten vermag. Nur in diesem Fall sind Dispositionen auf der Grundlage rationaler Verhaltensweisen ohne stärkere Einschränkungen möglich. Willners[2] unterscheidet deshalb zwischen der sogenannten dispositionsbedingten und der sogenannten unfreiwilligen Wertpapieranlage. Als Hauptursachen der Einschränkung bankbetrieblicher Dispositionsfreiheit, die zu unfreiwilliger Wertpapieranlage führen können, nennt er:

- durch staatliche Machtausübung erzwungene Wertpapieranlage

---

1) Münker, B.D.: a.a.O, S. 83 f

2) vgl. Willners, G.: Die Wertpapieranlage der Kreditbanken und ihre Bestimmungsfaktoren, Wiesbaden 1966, S. 37 ff und S. 71 ff

- unfreiwillige Wertpapieranlage aufgrund vertraglicher Bindung
- durch die geschäftspolitische Zielsetzung erzwungene Wertpapieranlage.

Als Beispiele der unfreiwilligen Wertpapieranlage können die Übernahme von Restposten aus Emissions- und Konsortialgeschäften, die Übernahme von Wertpapieren zum Zwecke der Ablösung eingefrorener Kredite sowie die durch Erfordernisse der Kurspflege bedingte Wertpapieranlage angeführt werden. "Gleichgültig ob die unfreiwillige Anlage durch vertragliche Bindungen ausgelöst wird, ob sie der unmittelbaren Verlustabwehr oder der Erhaltung des Standings der Bank dient, in jedem Fall ist ihr typisches Merkmal der Vorrang bestimmter Zwecksetzungen gegenüber rein anlagepolitischen Gesichtspunkten".[1)]

Der Anteil der festverzinslichen Wertpapiere am gesamten Geschäftsvolumen der Banken erhöhte sich von 6,9% (1962) auf 9,1% (1969). 1970 erfolgte ein Rückgang um 0,8% auf 8,3%. Während der Anteil der Bankschuldverschreibungen unter Schwankungen bis 1970 auf 6,6% (1962: 5,2%) sowie derjenige der öffentlichen Anleihen auf 1,6% (1962: 1,4%) stieg, sank der Anteilswert der Industrieobligationen und sonstigen Schuldverschreibungen auf insgesamt 0,1% (1962: 0,3%) des Geschäftsvolumens (vgl. hierzu Tab. XI im Anhang).

Die Entwicklung der Wertpapieranlage nach Wertpapierarten und Bankengruppen wird aus Tabelle XII im Anhang deutlich. Während sich die Anteile am Gesamtbestand der Bankschuldverschreibungen bei den Kreditbanken, Girozentralen und Sparkassen seit 1965 nur unwesentlich veränderten, erhöhten sich die

1) Willners, G.: a.a.O., S. 68

Anteilswerte der Zentralkassen von 6,4% (1965) auf 8,3% (1970) und die der Kreditgenossenschaften von 4,9% (1965) auf 7,8% (1970). Dagegen entfielen auf die Postscheck- und Postsparkassenämter nur mehr 5,9% (1970) gegenüber 10,0% (1965) der Bankschuldverschreibungen.

Bei den öffentlichen Anleihen vergrößerten die Kreditbanken ihren Anteil von 25,4% (1965) auf 29,0% (1970) und die Zentralkassen von 3,6% auf 9,6%. Rückgänge verzeichneten hier die Girozentralen 16,9% (18,1%), die Sparkassen 18,2% (23,1%) sowie die Postscheck- und Postsparkassenämter 4,0% (4,8%).

Größere Veränderungen zeigten sich bei der Anlage in Industrieobligationen und sonstige Schuldverschreibungen. Insgesamt 70,3% des gesamten Bestandes entfielen 1970 auf die Gruppe der Kreditbanken (1965: 44,7%). Den auffälligsten Rückgang verzeichneten die Kreditgenossenschaften von 23,7% (1965) auf 7,4% (1970).

Im Gegensatz zu den privaten Käufern haben die Kreditinstitute - ebenso wie die übrigen institutionellen Anleger - infolge der relativ hohen Anlagebeträge eine bessere Möglichkeit, durch entsprechende Staffelung der Rentenwerte nach Fälligkeiten einen laufenden Kapitalrückfluß sicherzustellen. Allerdings werden die Banken an einem unter Liquiditätsgesichtspunkten langfristig konzipierten Anlageplan nicht starr festhalten, wenn die Dynamik des Marktgeschehens Anpassungs- bzw. Tauschtransaktionen verlangt. "Vor die Entscheidung gestellt, einen auf einem ausgewogenen Fälligkeitsprogramm basierenden Anlageplan einzuhalten oder - unter Verzicht auf eine genaue Fristenabstimmung - die Möglichkeit elastischer

Anpassung an Datenänderungen zu nutzen, wird die Kreditbank eine flexiblere Handhabung des Eigengeschäftes der Kontinuität des starren Anlageplans vorziehen.... Hier gehen also Rentabilität und Sicherheit vor natürlicher Liquidität."[1)]

b) Private Anleger

ba) Voraussetzungen und Grundprinzipien der Anlageplanung privater Haushalte

Der Attentismus der privaten Anleger am Rentenmarkt, d.h. das Zurückhalten von anlagebereitem Geldkapital bei unsicherer Kapitalmarktlage, nahm im Betrachtungszeitraum in den Diskussionen über die Möglichkeiten zur Verbesserung der Struktur des Rentenmarktes breiten Raum ein.[2)] Das läßt erkennen, welche Bedeutung dem Verhalten der privaten Sparer - auch wenn sie bislang im Durchschnitt anteilsmäßig nicht an erster Stelle stehen - für das Klima am Rentenmarkt allgemein beigemessen wird. Da die privaten Haushalte im Gegensatz zu den Kreditinstituten nicht direkt von den geld- und kreditpolitischen Entscheidungen der Bundesbank betroffen werden, sind sie in der Lage, auch in Perioden einer Liquiditätsverknappung wesentlich zur Stabilisierung des Rentenmarktes beizutragen.

Grundsätzlich kann davon ausgegangen werden, daß die von seiten der privaten Haushalte dem Rentenmarkt zur Verfügung gestellten Kapitalien als langfristige Anlage gedacht sind;

---

1) Willners, G.: a.a.O, S. 171

2) vgl. Schrempff, K.: Ungelöste Kapitalmarktprobleme, in: BZ vom 11.1.66, S. 1 f; Muthesius, V.: Unser kranker Rentenmarkt, in: ZfK 1966, S. 375 f; Will, C.: Der Kapitalmarkt braucht geschulte Wertpapiersparer, in: Wertpapier 1966, S. 731 ff; Baumann, C.: Der Sparer als Stütze des Rentenmarktes, in: BZ vom 5.4.68, S. 5

d.h., bei dieser Käufergruppe kann der Kauf von festverzinslichen Titeln in der Regel mit "Wertpapiersparen" gleichgesetzt werden. Diese Feststellung läßt sich recht gut aus dem Verhalten der privaten Anleger ablesen, die beispielsweise in Perioden steigender Kurse am Rentenmarkt im Regelfall auf Gewinnmitnahmen verzichten, da sie ihre Depotbestände ungern bewegen und ihr Interesse mehr der gleichbleibenden Verzinsung gilt. Im allgemeinen ordnet der private Anleger die festverzinslichen Wertpapiere in die langfristigen Sparformen ein, so daß kurzfristige Mittel, die z.B. für teure Konsumgüter gespart werden, nicht am Rentenmarkt Anlage finden.[1)]

Aus diesem Grunde sind die privaten Anleger für die Emittenten am Rentenmarkt zweifellos die interessantesten Marktpartner, und demgemäß sollten auch die Absatzanstrengungen in erster Linie auf diese Zielgruppe ausgerichtet werden.

Das Geldkapitalangebot der privaten Anleger setzt sich aus zwei Quellen zusammen: aus der laufenden Geldersparnis, indem vom persönlich verfügbaren Einkommen nicht für den Konsum bestimmte Beträge gespart werden, sowie aus dem Rückgriff auf die in vorangegangenen Wirtschaftsperioden akkumulierten Ersparnisse, in dem eine Transformation früherer Ersparnisse in andere Sparformen vorgenommen wird. Das Engagement der Haushalte in festverzinslichen Wertpapieren ist dabei zunächst - ebenso wie das in anderen Sparformen - von den Bestimmungsfaktoren für die Höhe der gesamten periodischen Nettoersparnis abhängig.[2)]

Die Intensität des Sparens und damit der Umfang der Sparkapitalbildung hängen von zwei Voraussetzungen, der Sparfähigkeit

---

1) vgl. hierzu auch Kapitel B III, 1

2) vgl. Dannemann, W.: a.a.O., S. 91

und der Sparwilligkeit, ab. "Die Sparfähigkeit sagt etwas darüber aus, ob ein Einkommensbezieher in der Lage ist, den ihm in seinem Einkommen übertragenen Anspruch auf Sozialprodukt zum Teil und zumindest vorübergehend zurückzustellen. Die Sparwilligkeit bildet den Ausdruck für die innere Bereitschaft des Einkommensbeziehers zu diesem Verzicht. Die Brücke zwischen beiden bildet das Sparmotiv. Es muß so stark ausgeprägt sein, daß der davon angeregte Wille die Sparfähigkeit bewirkt."[1] Der Anstoß zur privaten Spartätigkeit, d.h. der sogenannte Sparwille - auch Sparneigung genannt - geht dabei offensichtlich von Menschen selbst aus, ist also subjektiv bedingt. Zu dieser subjektiven Voraussetzung der privaten Geldkapitalbildung tritt als objektive Voraussetzung jeder freiwilligen Spartätigkeit die Sparfähigkeit.[2] Sparneigung und Sparfähigkeit müssen sich verbinden, und "beide Merkmale müssen in einer Person zugleich gegeben sein, damit sie zum freiwilligen Sparer wird."[3] Butschkau nennt das Sparen einen Lebensstil, "der darin besteht, daß man für die Zukunft materiell vorsorgt, nicht alles Einkommen sofort verbraucht und die Last der Unfreiheit der Verschuldung soweit wie möglich meidet."[4]

1) Huhle, F.: Sparwille und Sparfähigkeit als Komponenten der Spartätigkeit, in: Beiträge zur Theorie des Sparens und der wirtschaftlichen Entwicklung, herausgegeben von Voigt, F., Berlin 1958, S. 87

2) vgl. Roth, H.-J.: a.a.O., S. 41 f

3) Huhle, F.: a.a.O., S. 87

4) Butschkau, F.: "Sparen - nicht nur ein ökonomischer Begriff", in: Im Dienste des Sparens - Reden und Aufsätze, Stuttgart 1967, S. 167
Zum Problem des Sparwillens und der Sparfähigkeit vgl. insbesondere Huhle, F.: a.a.O., S. 87 ff und S. 95 ff; Roth, H.-J.: a.a.O., S. 40 ff; Gerster, J.: Das freiwillige individuelle Sparen in der Schweiz und seine neuere Entwicklung, Diss. Freiburg, Winterthur 1960, S. 77 ff; Bohn, P.: Konsumenten- und Sparerverhalten, Stuttgart 1969, S. 72 ff; Paschke, W.: Bestimmungsgründe des persönlichen Sparens, Berlin 1961, S. 26 ff, S. 52 ff und S. 63 ff; Fricke, D.: Das Sparen im Spannungsfeld der Bedürfnisse, in: Wirtschaftstheorie als Verhaltenstheorie, herausgegeben von Schmölders, G., Berlin 1969, S. 54 ff.

Als wichtiger Grundsatz gilt dabei, daß eine steigende Sparfähigkeit unbedingt der Förderung der Sparbereitschaft durch Stabilisierung der Kaufkraft bedarf, denn die Entwicklung im Betrachtungszeitraum hat sehr deutlich gezeigt, daß ein stabiler Geldwert die beste und wirksamste Sparförderung darstellt.[1] Erwarten die privaten Sparer stärkere Preissteigerungen, so wirken sich diese regelmäßig auf die Sparbereitschaft und in besonderem Maße auf die Anlagebereitschaft am Rentenmarkt negativ aus. Nach zwei Inflationen ist in Deutschland die Furcht vor einem Geldwertverlust vergleichsweise stark ausgeprägt. Diese Tatsache wird auch durch entsprechende Meinungsumfragen bestätigt.[2]

Gegenstand eines regen Meinungsaustausches in Theorie und Praxis war seit jeher das Problem, wie sich der Faktor Zins auf den Sparwillen auswirkt.[3] Bei der Beantwortung der Frage, welche Rolle die Zinshöhe für die Nachfrage der privaten Sparer am Rentenmarkt spielt, muß zunächst beachtet werden, daß das freiwillige Sparen nicht ausschließlich rational determiniert ist, d.h. die Sparleistung des einzelnen nicht allein durch ökonomische Zielsetzungen erklärt wird. Paschke betont, daß das wirtschaftliche Handeln und insbesondere das Sparen innerhalb der gesamtgesellschaftlichen Lebensordnung gesehen werden muß.[4] "Die Zielwelt des Einzelmenschen ist zwar durchaus

---

1) vgl. Poullain, L.: Sparen wir zu wenig? in: Volkswirt Nr. 27, 1970, S. 26

2) vgl. dazu Noelle-Neumann, E.: Geldwert und öffentliche Meinung - Anmerkungen zur "Psychologie der Inflation" in: Geldtheorie und Geldpolitik, Festschrift für G. Schmölders, Berlin 1968, S. 36 ff; Schmölders, G.: Der Umgang mit Geld im privaten Haushalt, Berlin 1969, S. 168 ff; Friedrich H.: Geldversorgung, Preisniveau und reales Wirtschaftswachstum bei alternativen Grundprinzipien der geldwirtschaftlichen Ordnung, Berlin 1967, S. 170 ff; Wäldchen, P.: Der Einfluß von Geldwertschwankungen auf Sparerverhalten und Sparformen, Diss. Erlangen-Nürnberg 1962, S. 115

3) vgl. Roth, H.-J.: a.a.O., S. 63 f; Biber, W.: Die Zinsempfindlichkeit des Sparers, in: Aufsätze und Vorträge, München 1965, S. 127 ff

4) vgl. Paschke, W.: a.a.O., S. 55

einzigartig, da aber der einzelne integraler Bestandteil der Gesellschaft ist, wird sie - je nach der vita propria des einzelnen - mehr oder weniger von gesamtgesellschaftlichen Einflüssen modifiziert."[1)]

Als Begründung für die beobachteten sehr geringen Reaktionen der Kontensparer auf Zinssatzänderungen führt Gutscher die aus den Gruppeneinflüssen resultierende Dominanz des konsumnahen Sparens und den ökonomischen Bildungsmangel an.[2)] Statistische und empirisch-psychologische Untersuchungen lassen die Grenze der Zinsreagibilität, die in der Wahl zwischen den verschiedenen Sparformen deutlich wird, erkennen. Der Käufer festverzinslicher Wertpapiere kann dabei zinsempfindlicher als der Kontensparer bezeichnet werden, wobei die Zinsempfindlichkeit durch die Wahl der Sparform zum Ausdruck kommt. Diese wiederum wird nicht so sehr von der Höhe des Sparbetrages als vielmehr von der Mentalität des einzelnen beeinflußt. Dem Käufer festverzinslicher Wertpapiere "genügt nicht die kritiklose Hinnahme irgendeines Zinssatzes, sondern er wählt bewußt zwischen den sich bietenden möglicherweise zu erlangenden Zinssätzen den für seine Verhältnisse höchstmöglichen, erreichbaren und hebt sich damit aus der von solchen Überlegungen wenig berührten Masse der Kontensparer deutlich heraus."[3)]

Nach diesen allgemeinen Überlegungen ist noch die Frage zu klären, wie das private Publikum auf Veränderungen des langfristigen Kapitalmarktzinses reagiert, d.h., ob etwa ein steigender Zins die Nachfrage des Publikums nach Rentenwerten beleben bzw.

---

1) Gutscher, J.: a.a.O., S. 70
Zum teleologischen Verhalten der Wirtschaftssubjekte vgl. Hielscher, U.: Das optimale Aktienportefeuille, 2. Auflage., Frankfurt/M. 1969 und die dort angegebene Literatur

2) vgl. Gutscher, J.: a.a.O., S. 109

3) Wissmann, B.: Die Zinsempfindlichkeit der deutschen Sparer, Berlin 1960, S. 139

ein tendenziell fallender Zinssatz die Nachfrage möglicherweise schrumpfen lassen kann.

Die bisherigen Darlegungen ergeben, daß die Erwartungen der Marktpartner am Rentenmarkt eine bedeutende Rolle spielen. So hat sich gezeigt, daß die anlagebereiten Kapitalbesitzer bei tendenziell steigenden Kursen bestrebt sind, möglichst rasch noch zu den alten Kursen zu kaufen, während auf der anderen Seite die Wertpapierbesitzer Verkaufsorders zurückzuhalten und die Emittenten für Neuemissionen einen noch günstigeren Zeitpunkt abzuwarten versuchen. Im Falle tendenziell steigender Renditen, d.h. sinkender Kurse, konnte regelmäßig ein gegenteiliges Verhalten festgestellt werden. Das bedeutet, daß eine ausgeprägte Veränderung der Anleiherenditen mit dem abgesetzten Anleihevolumen in umgekehrter Richtung korreliert ist.[1)]

Zu der Frage nach dem Zusammenhang zwischen Ersparnishöhe und Zinsniveau läßt sich sagen, "daß im allgemeinen weder Wertpapier- noch Kontensparer bezüglich der Höhe oder des Zeitpunktes ihrer Reservenbildung Rücksicht auf die Höhe des jeweiligen Zinsniveaus oder des einzelnen Zinssatzes nehmen - d.h. bei hohen Zinsen mehr, bei niedrigen Zinsen weniger sparen und umgekehrt - , sondern daß sich ihre Zinsempfindlichkeit bzw. Zinsreagibilität fast ausschließlich auf die Wahl der Sparform erstreckt. ... Der Zins übt nicht - wie vielfach angenommen wurde - auf das Angebot an Sparkapital die gleichen Wirkungen aus wie hohe und niedrige Preise auf Angebot und Nachfrage am Gütermarkt."[2)]

---

1) vgl. Tichy, B.: Kreditpolitik ohne Mythos - Geldschöpfung und Zinsempfindlichkeit, Wien, Frankfurt, Zürich 1967, S. 165 f

2) Wissmann, B.: a.a.O., S. 140 f.

An dieser Stelle soll noch besonders betont werden, daß neben der psychologischen Grundhaltung der Sparer auch die Maßnahmen der Wirtschafts- und Sozialpolitik in irgendeiner Form immer Rückwirkungen auf die Kapitalbildung und -verwendung der Haushalte haben werden.[1)]

Für die Absatzpolitik der Emittenten hat die Frage, unter welchen Gesichtspunkten der private Käufer bestimmte festverzinsliche Wertpapiere auswählt, große Bedeutung. Es kann davon ausgegangen werden, daß er seine Entscheidung für eine bestimmte Emission nicht unter vollkommener Information trifft.[2)] Die hohe Anzahl verschiedener Emittenten am deutschen Rentenmarkt sowie die Fülle von Emissionen mit unterschiedlicher Ausstattung verhindern, daß der Rentenmarkt für den privaten Anleger transparent ist. Ohne zusätzliche Informationen und Berechnungen der Kreditinstitute bzw. der Wirtschaftspresse besteht für den privaten Rentensparer praktisch keine Vergleichsmöglichkeit. Er wird seine Anlageentscheidung daher hauptsächlich aufgrund subjektiver Vorstellungen und Erwartungen fällen, soweit er sie nicht von vornherein dem Anlageberater seiner Bank überläßt. "Für den Investor ist aber nicht nur sein subjektiver Erwartungswert von Bedeutung, den er zwei oder mehr Anlagealternativen zuordnet, sondern auch die Möglichkeit der Abweichung des tatsächlichen Ereignisses von diesem Erwartungswert. Die positiven Abweichungen können hierbei als Chancen, die negativen als Risiken bezeichnet werden."[3)]

---

1) vgl. Dannemann, W.: a.a.O., S. 98

2) vgl. dazu Heinen, E.: Das Zielsystem der Unternehmung, a.a.O., S. 165 ff; vgl. auch Penzkofer , P.: Marketingprobleme im Investmentwesen, a.a.O., S. 36 f.

3) Penzkofer, P.: a.a.O., S. 36 f.

bb) Demographische Struktur der privaten Rentensparer

Zur Darstellung und zum Verständnis des Marktverhaltens der privaten Haushalte ist es notwendig, sich auch mit der demographischen Struktur dieser Gruppe von Kapitalanbietern zu befassen. Mit Hilfe der Ergebnisse einiger ausgewählter Stichprobenerhebungen wird versucht, die demographische Struktur der privaten Rentensparer nach den Merkmalen Beruf, Einkommen, Ausbildung und Alter darzustellen.

An anderer Stelle[1)] wurde das Problem des Rückganges des individuellen Wertpapiersparens im Vergleich zu Vorkriegsperioden bereits behandelt. Die schwierige Aufgabe der Verantwortlichen bei ihrem Bemühen, das Sparen in festverzinslichen Wertpapieren wieder populär werden zu lassen, zeigt sich darin, daß noch 1960 diese Anlageform für die Masse der Haushalte keinerlei Bedeutung hatte. Nur ca. 2% der Haushalte besaßen überhaupt Rentenwerte. Am stärksten war diese Sparform bei den Selbständigen (4,8 %), Angestellten (2,3 %)und Beamten (2,2 %) vertreten. Anteilsmäßig lagen die Selbständigen (24,5 %) an der Spitze, gefolgt von den Rentnern und Pensionären (21,3 %) sowie den Angestellten (19,1 %), während die Beamten nur einen relativ geringen Anteil (6,9 %) auf sich vereinigen konnten (vgl. dazu Tabelle XIII im Anhang).

Interessante Schlüsse lassen sich aus den Ergebnissen einer Befragung der männlichen Bevölkerung der BRD im Jahre 1969 ziehen (vgl. dazu Tabelle 14 und 15). Diese Untersuchung zeigt deutlich, in welch starkem Maß die Höhe des Einkommens und die Schulbildung für das Interesse an festverzinslichen Wertpapieren entscheidend sind. Während nur 2 % der Befragten mit einem Einkommen unter DM 1.000,-- angaben, Rentenwerte zu besitzen, waren es bei der Gruppe mit DM 2.000,-- und mehr insgesamt 25 %.

---

1) vgl. S. 9 ff, S. 51 ff

Tab. 14

Sozio-demographische Gruppen innerhalb der männlichen Bevölkerung (20 - 65 Jahre)[1)]

Beruf und persönliches Monats-nettoeinkommen	Es besitzen: (in Prozent)							
	Sparkonto	Prämien-sparvertrag	Bauspar-vertrag	Aktien	Rentenwerte	Investment-papiere	Lebensver-sicherung (nicht gesetzl.)	nichts davon
Freie Berufe, Selbständige	65	28	30	13	9	7	55	13
Leitende Angestellte	78	43	32	15	16	13	66	7
Höhere und mittlere Beamte	79	49	31	11	11	3	57	5
Sonst. Angestellte u. Beamte	72	33	24	8	5	3	51	12
Qualifizierte Facharbeiter	70	27	19	3	3	1	47	13
Sonstige Arbeiter	56	20	12	1	1	1	40	23
Selbständige Landwirte	48	9	11	2	2	2	23	36
in Berufsausbildung	58	16	8	8	8	3	15	32
Unter DM 1.000,-	60	22	15	4	2	2	39	21
DM 1.000,- bis unter DM 1.500,-	71	36	26	6	6	3	55	10
DM 1.500,- bis unter DM 2.000,-	74	36	35	14	11	7	65	9
DM 2.000,- und mehr	69	37	41	29	25	16	70	10

1) Befragt wurden in April/Mai 1969 insgesamt 4.593 Männer im Alter von 20 - 65 Jahren in der BRD und West-Berlin

Quelle: Spiegel-Dokumentation: Männer und Märkte; Besitz, Konsum- und Informationsverhalten der männlichen Bundesbevölkerung I: Urlaubsreisen, Flugreisen, PKW, Spar- und Anlageformen, Hamburg 1969

Tab. 15

Sozio-demographische Gruppen innerhalb der männlichen Bevölkerung (20 - 65 Jahre)[1)]

Schulbildung und Altersgruppen	Es besitzen: (in Prozent)							
	Sparkonto	Prämien-sparvertrag	Bauspar-vertrag	Aktien	Rentenwerte	Investment-papiere	Lebensver-sicherung (nicht gesetzl.)	nichts davon
Volksschule (ohne Lehre)	51	13	10	2	1	0	32	32
Volksschule (mit Lehre)	63	25	19	3	3	1	47	17
Mittel-, Ober-, Fachschule	75	39	25	13	9	9	55	9
Abitur	74	32	22	15	12	4	33	16
Hochschule, Universität	71	38	41	21	23	16	53	10
20 - 29 Jahre	66	23	20	5	4	3	37	19
30 - 39 Jahre	63	29	24	7	5	3	53	16
40 - 49 Jahre	68	30	23	7	5	3	54	12
50 - 65 Jahre	61	25	15	6	6	4	43	21

1) Befragt wurden im April/Mai 1969 insgesamt 4.593 Männer im Alter von 20 - 65 Jahren in der BRD und West-Berlin.

Quelle: Spiegel-Dokumentation: Männer und Märkte; Besitz, Konsum- und Informationsverhalten der männlichen Bundesbevölkerung I: Urlaubsreisen, Flugreisen, PKW, Spar- und Anlageformen, Hamburg 1969

Ebenso deutlich zeichnet sich ein Gefälle bei dem Merkmal "Schulbildung" ab. Von den Befragten mit Hochschulbildung besaßen 23 %, von denen mit Volksschulbildung (mit und ohne Lehre) dagegen nur insgesamt 4 % Rentenwerte. Die Aufgliederung nach dem Beruf zeigt, daß die leitenden Angestellten (16 %) vor den höheren und mittleren Beamten (11 %) sowie den Selbständigen (9 %) den ersten Platz einnehmen. Die Aufgliederung nach Altersgruppen ergibt, daß 4 % der befragten Personen der ersten Gruppe (20-29 Jahre), jeweils 5 % der zweiten (30-39 Jahre) sowie der dritten Gruppe (40-49 Jahre) und insgesamt 6 % der vierten Gruppe (50-65 Jahre) Rentenwerte besaßen. Das bei den älteren Befragten stärker ausgeprägte Interesse für Rentenwerte läßt sich jeweils auf die mit zunehmendem Alter sich wandelnden Sparziele und teils auf die größere Finanzkraft der über 30-Jährigen zurückführen.

So ist verständlicherweise der Bausparvertrag in den ersten drei Altersgruppen weitaus häufiger vertreten als in der Gruppe der über 50-Jährigen. Ähnliches gilt für den Lebensversicherungsvertrag, der in der zweiten (53 %) und dritten Altersgruppe (54 %) am häufigsten als Anlageform genannt wurde. Andererseits muß berücksichtigt werden, daß es mit zunehmendem Alter durch die höheren Rücklagen in der Regel leichter sein wird, in mehreren Anlageformen gleichzeitig zu sparen.[1] Allerdings sollten die Emittenten nichts unversucht lassen, um in Zukunft auch die jüngste Altersgruppe in stärkerem Maße als bisher an der Anlage in festverzinslichen Wertpapieren zu interessieren. Für diese Zielgruppe ist unserer Meinung nach vor allem die Entwicklung attraktiver Sparpläne, mit deren Hilfe auch bei monatlich nur geringen Einzahlungen eine Anlage in Rentenwerten ermöglicht wird, von besonderer Bedeutung.[2]

---

1) z. B. Geldanlage sowohl auf Sparkonten als auch in Rentenwerten.

2) vgl. in diesem Zusammenhang Czerwensky, G.: Sparpläne - nicht nur Kundenfang, in : SZ v. 31.12.1968; Uhlmann, R.: Was Banken und Sparkassen zu bieten haben, in: Volkswirt Nr. 27, 1969, S. 38 ff; Mit Plan "nach oben", in: Wirtschaftswoche (früher: Volkswirt) Nr. 45, 1970, S. 76 ff.

Es sind also zumeist Haushalte "bürgerlichen" Zuschnitts, aus denen sich die Rentenbesitzer insgesamt zusammensetzen. Aus den Ergebnissen läßt sich zugleich ein enger Zusammenhang zwischen Wertpapierbesitz und Konsumvermögen, auf den auch Schmölders[1] hinweist, ableiten. Der Besitz von Wertpapieren konzentriert sich in solchen Haushalten, die bereits über ein nennenswertes Konsumvermögen verfügen; "in dieser Feststellung liegt nicht nur beschlossen, daß diese Haushalte den gehobenen Schichten angehören, sondern auch, daß ihr Besitzstand - soweit es die dauerhaften Gebrauchsgüter betrifft - bis zu einem gewissen Grade konsolidiert, ihr Bedarf an Anschaffungen für Küche und Wohnung bis zu einem gewissen Grade gesättigt ist."[2]

Die sehr starke Konzentration der festverzinslichen Wertpapierbestände auf die Haushalte mit durchschnittlich hohen Einkommen zeigt sich noch einmal deutlich aus Tabelle 16. Diese Erhebung der Deutschen Bundesbank läßt- zumindest in der Tendenz - die gleiche "kopflastige" Struktur der privaten Depots mit festverzinslichen Wertpapieren erkennen, die sich auch aus einer Analyse der Vermögenssteuerstatistik ergibt.[3]

Wie die Ergebnisse der Einkommens- und Verbrauchsstichprobe 1969 beweisen (vgl. dazu im einzelnen Tabelle XIV im Anhang), hat sich daran bis heute relativ wenig geändert. Immerhin läßt sich jedoch bei einem Vergleich der Ergebnisse der Einkommens- und Verbrauchsstichprobe 1962/63 und 1969 feststellen, daß die

---

1) vgl. Schmölders, G.: a.a.O., S. 149 f

2) Schmölders, G.: a.a.O., S. 150

3) vgl. dazu im einzelnen Euler, M.: Wertpapierbesitz von der Statistik durchleuchtet, in: Volkswirt Nr. 30, 1970, S. 39

Tab. 16

Wertpapierdepots von Privatpersonen[1] mit festverzinslichen Wertpapieren nach Größenklassen Ende 1964

Nominalwert des Depots von..... bis unter ..... DM	Depots mit festverzinslichen Wertpapieren[2] Anzahl	%	Nominalwert 1.000 DM	%	Nominalwert je Depot DM
unter 1.000	427.500	25	176.900	1	414
1.000 - 5.000	682.500	39	1.526.300	8	2.236
5.000 - 25.000	489.100	28	6.275.900	28	10.787
25.000 - 100.000	112.100	7	4.874.300	26	43.482
100.000 und mehr	21.000	1	6.855.100	37	326.433
Insgesamt	1.732.200	100	18.708.500	100	10.800

1) Inländische Privatpersonen, Einzelfirmen und Personengesellschaften
2) Einschl. der Depots, die neben Rentenwerten auch Aktien und Investmentzertifikate enthalten.

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank Nr. 7/1965, S. 12 und 13

Unterschiede in den vorhandenen Vermögensformen zwischen den Haushalten verschiedener sozialer Schichten deutlich geringer geworden sind, was insbesondere für den Besitz von Wertpapieren zutrifft.[1)]

Zweifellos kann heute davon ausgegangen werden, daß einerseits die private Wertpapieranlage immer größere Bedeutung gewinnt und andererseits sich der private Sparprozeß mit wachsendem Realeinkommen der Bezieher von Masseneinkommen mehr und mehr diversifizieren und differenzieren wird.[2)] Die hier angedeuteten Tendenzen dürfen jedoch nicht als automatisch ablaufende Prozesse aufgefaßt werden, sondern das vorhandene Interesse der privaten Haushalte für längerfristige Anlageformen muß von den Emittenten festverzinslicher Wertpapiere weiter gefördert und durch eine aktive Absatzpolitik, die auf einer umfassenden Marketingkonzeption beruht, in die gewünschten Bahnen gelenkt werden. Dazu gehört vor allem auch eine genaue Analyse und Beobachtung der Gelddispositionen der Privatpersonen mit Hilfe der Marktforschung.

---

1) vgl. Euler, M.: Formen der Vermögensbildung in privaten Haushalten im Januar 1969, in: WiSta Heft 6, 1970, S. 318

2) vgl. Deutscher Sparkassen- und Giroverband: Jahresbericht 1969, S. 8
Das Interesse der privaten Haushalte für längerfristige Anlageformen drückt sich in den Ergebnissen der privaten Ersparnis bei den Sparkassen aus: so betrug der Anteil des Wertpapiersparens an der privaten Ersparnis 1970 (1. Halbjahr) 28,3 %. Im Jahr 1968 lag der Anteil noch bei 6,0 % (davon festverzinsliche Wertpapiere 4,6 %) und 1969 bei 11,9 % (davon festverzinsliche Wertpapiere 7,3 %). Der Anteil der Spareinlagen verminderte sich dagegen von 85,8 % (1968) über 77,3 % (1969) auf 60,1 % (1. Halbjahr 1970)

c) Investmentgesellschaften

Im vergangenen Jahrzehnt hat das Investmentsparen[1] sehr rasch an Bedeutung gewonnen. Die Deutsche Bundesbank weist darauf hin, daß die wachsende Bevorzugung des Investmentsparens durch die privaten Käufer den Absatz von Aktien und Rentenwerten gesteigert haben dürfte. "Freilich läßt sich nicht angeben, wie hoch die Direktkäufe der Investmentsparer gewesen wären, wenn Investmentanteile nicht verfügbar gewesen wären. Es scheint aber so, als hätten die Käufer von Investmentpapieren eher andere Sparformen, u. a. das Kontensparen, zugunsten des sekundären Wertpapiererwerbs über Fondsanteile reduziert, dagegen weniger den Direkterwerb von Wertpapieren."[2]

Da der private Käufer seine Anlageentscheidungen nicht unter vollkommener Information treffen kann und bei kleineren zur Verfügung stehenden Beträgen an die Mindeststückelungen der festverzinslichen Wertpapiere gebunden ist, besteht der Vorteil des Kaufs von Investmentzertifikaten für ihn vor allem in der Möglichkeit der Diversifikation (Depotmischung).

---

1) Zum Begriff und Wesen einer Investmentgesellschaft vgl. insbesondere Penzkofer, P.: a.a.O., S. 1 ff und die dort angegebene Literatur

2) "Die neuere Entwicklung des Investmentsparens", in: MoBbk Nr. 1, 1970, S. 8

Die Risikostreuung ist ein Pfeiler der Anlagepolitik der Investmentfonds, wobei die Konzeption der Diversifikation drei Grundprinzipien umfaßt:[1)]

- Verteilung der Kapitalanlage auf eine Vielzahl von Wertpapierarten
- Auswahl der Wertpapiere nach ihren individuellen Vorzügen
- Zusammenstellung eines gutgestreuten Portefeuilles, dessen Einzelpapiere mit unterschiedlichen und nicht miteinander in Zusammenhang stehenden Risiken behaftet sein müssen.

Besondere Bedeutung für den Rentenmarkt haben die sogenannten Rentenfonds, d.h. Fonds, die sich ausschließlich auf festverzinsliche Wertpapiere spezialisiert haben. Ebenso wie die Aktien- und gemischten Fonds bieten auch die Rentenfonds durch eine vielfältige Produktgestaltung, wie Investmentkonto, Investmentplan und Auszahlungsplan, die Möglichkeit, die Kapitalanlage ganz den individuellen Wünschen und Zielvorstellungen des Käufers anzupassen.[2)]

Die Investmentgesellschaften werden - unter Berücksichtigung anderer Ziele - bestrebt sein, auf das Eigenkapital eine angemessene Rendite zu erwirtschaften.[3)] Dabei können die Investmentgesellschaften ihr Oberziel - eine angemessene Eigenkapitalrentabilität - nur erreichen, "wenn sie ihre Geschäftspolitik

---

1) vgl. Büschgen, H. E.: a.a.O., S. 372 f

2) vgl. dazu Klusak, B.: Kapitalanlage in Rentenfonds, in: Betriebs-Berater Heft 5, 1969, S. 192 f sowie Penzkofer, P.: a.a.O., S. 100 ff

3) vgl. Penzkofer, P.: a.a.O., S. 22 f

optimal an den Anlagemotiven der Zertifikatskäufer ausrichten. Nur über den Absatz von Investmentanteilen sind die Gesellschaften in der Lage, ihre unternehmerischen Ziele zu verfolgen."[1)]

Die Betrachtung der Marktlage der vergangenen Jahre sowie der Veränderungen der Zusammensetzung des Vermögens der deutschen Wertpapierfonds läßt erkennen, welche Bedeutung das Mittelaufkommen der Investmentgesellschaften für das Geschehen am Rentenmarkt hatte. Die Deutsche Bundesbank[2)] bezeichnete die Rentenfonds als Promoter des indirekten Rentenabsatzes an Private, deren Attraktion im Jahre 1970 - sicher in diesem Fall zu Unrecht - allerdings von einer allgemeinen Skepsis gegenüber Investmentfondspapieren beeinträchtigt wurde. Der Anteil der deutschen Rentenwerte im Bestand der Publikumsfonds ist in den letzten Jahren kontinuierlich von 10 % (1967) auf ca. 34 % (1970) gestiegen (vgl. dazu Tabelle 17 und Schaubild 13).

---

1) Penzkofer, P.: a.a.O. S. 36

2) vgl. GBbk 1970, S. 71

Tab. 17

Vermögensanlagen der deutschen Investmentfonds (Publikumfonds): Bestand in Mrd DM und Anteil in %

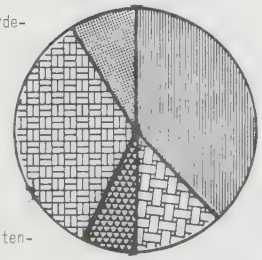
Jahr	Anlagen insg.	Dt. Aktien	Dt. Renten	Ausl. Wertpapiere	Liquide Mittel
Ende 1967	4,3 (100 %)	3,2 (73,6)	0,4 (10,0)	0,4 (9,4)	0,3 (7,0)
Ende 1968	6,3 (100 %)	3,9 (62,4)	1,2 (19,9)	0,7 (11,6)	0,4 (6,1)
Ende 1969	9,5 (100 %)	4,9 (51,7)	2,4 (24,8)	1,6 (16,6)	0,7 (6,9)
Ende 1970	9,0 (100 %)	3,6 (39,6)	3,0 (33,7)	1,7 (18,4)	0,8 (8,3)

Quelle: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2

Schaubild 13

Die Zusammensetzung des Fondsvermögens der deutschen Wertpapierfonds*)

Ende Dezember 1970 (9,9 Mrd. DM)



*) Aktienfonds, Rentenfonds und Spezialfonds

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank

Die deutschen Rentenfonds haben derzeit etwa 80 % des gesamten Fondsvermögens in inländischen, 16 % in ausländischen Rentenwerten sowie 4 % in liquiden Vermögenswerten angelegt.

Der Entscheidungsspielraum, der durch die Vertragsbedingungen der einzelnen Wertpapierfonds vorgegeben wird, legt den Verwaltungen, zur Gewährung größtmöglicher Flexibilität im Interesse der Anleger, in der Regel nur geringe Bindungen auf. So kommt dem Rentenmarkt zugute, daß viele Aktienfonds in der Lage sind, vorübergehend oder dauernd Teile ihres Vermögens in festverzinslichen Titeln anzulegen.[1)]

Im Gegensatz zum einzelnen privaten Rentenkäufer ist ein Investmentfond durch eine relativ starke Marktstellung charakterisiert. Die hohen Beträge, die zur Anlage bereitstehen, führen zur Gewährung von Bonifikationen an die Fonds, die je nach Anlagepolitik und Mittelzufluß erheblich zur Wertentwicklung beitragen können. Desgleichen wird es für einen Rentenfonds auch kostengünstiger sein, Umschichtungen im Bestand vorzunehmen, als für einen privaten Anleger, da im Regelfall die Effektenprovision gegenüber dem normalen Satz von 0,4 % um mindestens 0,1 % niedriger liegen dürfte.[2)]

Die Schwierigkeiten, die sich für die Anlagepolitik der Rentenfonds bei tendenziell steigendem Landeszinsfuß ergeben, wurden erstmals im Jahre 1970 besonders deutlich, als die Ausschüttungen den hohen Renditen am Rentenmarkt nicht mehr zu folgen vermochten. Diese Situation wurde durch die in den

---

1) vgl. "Die Zusammensetzung des Vermögens der deutschen Wertpapierfonds", in: MoBbk Nr. 10, 1970, S. 42

2) vgl. "Erfolgreiche Strategie", in: Volkswirt Nr. 20, 1970, S. 83

Fonds enthaltenen "niedrig" verzinslichen Titel verursacht, da die Rentenfonds zu einem Zeitpunkt, als am Rentenmarkt ein Zinsniveau zwischen 6% und 7% vorherrschte, ihren Absatzschwerpunkt hatten. Die in einer solchen Situation beste Strategie, durch den Zukauf von Anleihen mit höherer Verzinsung eine höhere Durchschnittsrendite zu erwirtschaften, läßt sich nur verwirklichen, wenn ein stetiger Mittelzufluß gesichert ist. Eine weitere Möglichkeit für die Fonds besteht in der Vornahme von Tauschoperationen. Hierbei hat sich jedoch gezeigt, daß die Aufnahmefähigkeit des Marktes einmal sehr enge Grenzen setzt und andererseits der für die längerfristige Anlageplanung gültige Grundsatz, daß bei einer eventuellen Marktverbesserung Kursgewinne niedrig verzinslicher Papiere stärker zu Buche schlagen als die der Werte mit höherer Nominalverzinsung, beachtet werden muß.[1)]

Die Analyse der Wertentwicklungen der Fonds, die den Erfolg der Anlagepolitik und des Marktverhaltens widerspiegeln, zeigt bei den einzelnen Gesellschaften ein recht differenziertes Bild (vgl. dazu Tabelle XV im Anhang). Das beweist, welche Bedeutung der Auswahl des Investmentzertifikates durch den Kapitalanleger zukommt. An dieser Stelle muß jedoch wiederum auf das Problem der unvollkommenen Information des privaten Investors hingewiesen werden. Für ihn wird es im allgemeinen schwierig sein, Renditeberechnungen bzw. -vergleiche vorzunehmen, so daß er sich in der Regel auf die Empfehlungen des Wertpapierberaters seiner Bank verlassen muß. So weist Penzkofer mit Recht darauf hin, "daß für den Absatz deutscher Fonds bislang nicht so sehr die Wertentwicklung, die erfolgreiche Anlagepolitik der Gesellschaft, maßgebend war, sondern

---

1) vgl. Erlenbach, E.: Die Rentenfonds in der Börsenbaisse, in: FAZ vom 4.8.1970

vielmehr die Dichte des Zweigstellennetzes."[1] Dies gilt gleichermaßen auch für die Rentenfonds.

d) Versicherungen

da) Individualversicherung

Die Bestandsentwicklung der Vermögensanlagen zeigt, daß die privaten Versicherungen zu den wichtigsten Geldgebern auf dem Kapitalmarkt gehören. Die Individualversicherung stellt daher auch für den deutschen Rentenmarkt eine bedeutende Anlegergruppe dar. Ihr Einfluß wird sich in Zukunft sicherlich noch verstärken, da angenommen werden kann, daß die ständig steigenden Einkommen vor allem den Beziehern von Masseneinkommen bessere Möglichkeiten geben werden, neben der Sozialversicherung eine freiwillige zusätzliche Altersvorsorge zu finanzieren.

Zum besseren Verständnis der anlagepolitischen Entscheidungen der Individualversicherung ist es notwendig, die je nach dem Charakter des Versicherungsgeschäftes unterschiedlichen Anforderungen an Fristigkeit und Realisierbarkeit der einzelnen Vermögensanlagen zu berücksichtigen.[2] Während die Schaden-, Kranken- und Rückversicherungsunternehmen infolge ihres erhöhten und statistisch im voraus nur unzulänglich berechenbaren Risikos einen großen Teil ihrer Mittel kurz- und mittelfristig binden müssen und damit weniger kapitalmarktorientiert sind, pflegen die Lebensversicherungen sowie Pensionskassen - also der Versicherungsbereich, der langfristige

---

1) Penzkofer, P.: a.a.O., S. 130

2) vgl. Reichl, H.: Der Pfandbrief und sein Markt seit dem zweiten Weltkrieg, a.a.O., S. 162

individuelle Sparpläne umfaßt - die langfristige Kapitalanlage.[1] Dabei liegt die Bedeutung der Lebensversicherungsunternehmen als Kapitalsammelstellen einmal in dem beträchtlichen Umfang ihrer Vermögensanlagen (Sept. 1970: ca 53 Mrd) und zum anderen darin, daß sie der allgemeinen Konjunkturentwicklung und den Auswirkungen der Geld- und Kreditpolitik nicht in gleicher Weise unterworfen werden wie Kreditinstitute. "Mit dieser Immunität gegenüber konjunkturellen Schwankungen, die vor allem auf die Langfristigkeit des Lebensversicherungsvertrages zurückzuführen ist, ist eine in ihren Grundsätzen konservative stetige Anlagepolitik verbunden. Das in der Versicherungswirtschaft herrschende Prinzip einer Risikomischung verbietet rigorose Umstellungen innerhalb der Vermögensanlagen selbst dann, wenn dadurch einige Zinsvorteile erzielt werden könnten."[2] Auf die stetige Entwicklung der Kapitalbildung beim Versicherungssparen infolge der langfristigen Bindung des Sparers, der den Sparvorgang ohne finanzielle Einbuße nicht unterbrechen kann, weist auch Max in seiner Untersuchung hin.[3]

Besondere Bedeutung für die Anlagepolitik haben die gesetzlichen Vorschriften, denen die Versicherungsunternehmen unterworfen sind.[4] Eine gewisse Rolle spielten in der Nach-

---

1) vgl. Dannemann, W.: a.a.O., S. 83 f

2) "Lebensversicherung und Kapitalmarkt", in: Die deutsche Lebensversicherung, Jahrbuch 1960, S. 33

3) vgl. Hax, K.: Grundlagen des Versicherungswesens, Wiesbaden 1964, S. 79; vgl. auch Orthmann, G.: das Kreditvermittlungsgeschäft der Universalbanken, Diss. München 1969, S. 54 f, sowie Claren, J.: Die Kapitalanlagen der privaten deutschen Lebensversicherungsunternehmen, Berlin 1955, S. 16

4) vgl. dazu im einzelnen von Bargen, M.: Vermögensanlage in der deutschen Lebensversicherung, Frankfurt/M. 1960, S. 155 ff; Heubaum, W.: Die Kapitalanlagevorschriften und ihre Auswirkungen auf den Kapitalmarkt, Diss. Köln 1959, S. 27 ff

kriegszeit auch die staatlichen Kapitallenkungsmaßnahmen, die sich in sogenannten Investitionssonderprogrammen niederschlugen. Es läßt sich allerdings schwer beurteilen, wie stark diese staatlichen Einflüsse die Zusammensetzung der Vermögensanlagen beeinflußt haben.[1)]

Da die Individualversicherung die versprochene Leistung im Versicherungsfall in voller Höhe zu erbringen hat und es sich bei den hereingewonnenen Mitteln um treuhänderisch verwaltete Beträge handelt, muß der Sicherheit der Vermögensanlagen besondere Beachtung geschenkt werden. Diese Zielsetzung umfaßt zugleich die optimale Streuung der Anlagen als zusätzliches Sicherheitselement sowie den Grundsatz der kongruenten Deckung, d.h., eine Anlage kann erst dann als sicher angesehen werden, wenn sie auch der Verpflichtung, die sie decken soll, entspricht. Neben das Streben nach Sicherheit tritt das Ziel der Optimierung der Eigenkapitalrentabilität, wobei hervorzuheben ist, daß die Erträge des Vermögens nicht nur für den Unternehmensgewinn, sondern auch für die Leistungen an die Versicherungsnehmer von Bedeutung sind. Das Problem der Sicherung der Liquidität hängt - wie eingangs erwähnt wurde - vom Versicherungszweck ab, wobei sich bei dem Umfang, in dem liquide Mittel gehalten werden müssen, zwischen den einzelnen Versicherungszweigen erhebliche Unterschiede ergeben.[2)]

Tabelle 18 verdeutlicht die Bedeutung der Wertpapiere innerhalb der gesamten Vermögensanlagen der deutschen Lebensversicherungsunternehmen. Der Anteilswert der Wertpapiere stieg

---

1) vgl. von Bargen, M.: a.a.O., S. 157 ff

2) vgl. Müller, G. und von Bargen, M.: Individualversicherung, in: Handbuch des Realkredits, Frankfurt/M. 1963, S. 1057 ff; Dannemann, W.: a.a.O., S. 85

Tab. 18

Vermögensanlagen der deutschen Lebensversicherungs-Unternehmen
in Mio und in Prozent
(Jahresendbestände ohne Berücksichtigung von Abschreibungen)

Jahr	Grundstücke	%	Hypotheken-, Grundschuld u.Rentenschuld-forderungen	%	Schuldschein-forderungen u. Darlehen	%	Wertpapiere	%	Darlehen u.Vorauszahl. auf Versich.Scheine	%	Beteiligungen	%	Ausgleichs-forderungen	%	Gesamt	%
1950	206,6	7,7	385,0	14,4	311,7	16,3	118,1	4,4	38,7	1,5	2,6	0,1	1.604,7	60,2	2.667,4	100
1952	323,5	8,2	747,2	19,0	639,0	11,7	208,2	5,3	114,6	2,9	4,5	0,1	1.896,9	48,2	3.393,9	100
1954	544,7	9,4	1.250,9	21,6	1.405,3	24,3	453,6	7,8	171,5	3,0	26,1	0,4	1.938,4	33,5	5.790,6	100
1956	803,5	10,3	1.784,5	22,9	2.318,0	29,8	715,8	9,2	220,0	2,8	49,7	0,6	1.902,9	24,4	7.794,4	100
1958	1.061,4	10,1	2.462,2	23,5	3.283,1	31,3	1.345,7	12,8	256,0	2,4	89,0	0,9	1.988,4	19,0	10.485,8	100
1960	1.426,0	9,9	3.256,2	22,6	5.108,0	35,5	2.276,0	15,8	291,3	2,0	92,7	0,6	1.951,0	13,6	14.401,2	100
1962	2.059,1	10,6	4.584,9	23,7	7.032,3	36,3	3.277,2	16,9	364,2	1,9	124,9	0,7	1.915,5	9,9	19.358,1	100
1964	2.927,5	11,4	6.347,1	24,8	8.949,1	35,0	4.717,1	18,4	421,1	1,7	183,4	0,7	2.033,1	8,0	25.578,4	100
1966	4.152,0*	12,5	9.163,5	27,6	11.267,3	33,9	5.866,5	17,7	552,3	1,6	232,1	0,7	1.985,9	6,0	33.219,6	100
1967	4.813,2	12,7	10.569,2	27,9	12.841,4	33,9	6.831,5	18,0	675,5	1,8	267,2	0,7	1.918,7	5,0	37.916,7	100
1968	5.359,2	12,5	11.790,6	27,6	14.015,5	32,8	8.610,7	20,1	768,2	1,8	352,3	0,8	1.875,6	4,4	42.772,1	100
1969	6.139,3	12,7	13.076,6	27,1	15.742,1	32,6	10.211,8	21,2	876,0	1,8	399,9	0,8	1.821,4	3,8	48.267,1	100

* ab 1966 ohne Abzug der auf dem Grundbesitz lastenden Hypothekenschulden

Quelle: Jahrbücher des Verbandes der Lebensversicherungs-Unternehmen e.V.

von 4,4% (1950) auf 21,2% (1969). Die überragende Stellung der festverzinslichen Titel innerhalb der Wertpapierposition läßt sich aus Tabelle 19 ablesen. Seit 1956 entfielen bei den Lebensversicherungen jeweils mehr als 70% des Neuerwerbs von Wertpapieren auf Rentenwerte. 1966 betrug der anteilige Wert sogar 80%. Eine dominierende Rolle in den Wertpapierportefeuilles spielen die Pfandbriefe, auf die in den letzten zehn Jahren jeweils ein Drittel und mehr des Neuerwerbs entfielen. Zusammen mit den Kommunalobligationen erreichten die Pfandbriefe in dieser Zeitspanne Werte zwischen 46% und 69%, so daß die Emissionen der Realkreditinstitute beim Neuerwerb von Wertpapieren den bei weitem größten Posten einnahmen. Schatzanweisungen und öffentliche Anleihen wurden in den ersten Jahren nach der Währungsreform verhältnismäßig mehr erworben als später. Ihr Anteilswert sank von 22% (1952) unter Schwankungen auf 14% (1969). "Das Schicksal der Staatspapiere in zwei Inflationen läßt es verständlich erscheinen, daß sie heute nicht mehr den überragenden Platz behaupten wie vor fünf Jahrzehnten, sondern als Anlage unter anderen gelten."[1)]

Der Erwerb von deckungsstockfähigen Industrieobligationen entwickelte sich recht unterschiedlich. Der Anteilswert stieg von 14% (1952) auf 25% (1958), fiel dann sehr steil auf nur 3% (1960) und beträgt derzeit 6% (1969). Obwohl sich der absolute Anlagebetrag von 1969 (122,1 Mio) gegenüber 1952 (11,7 Mio) mehr als verzehnfacht hat, liegt er dennoch beträchtlich unter dem bisher höchsten Betrag des Neuerwerbs im Jahre 1958 (137,7 Mio). Dies ist jedoch sicherlich nicht auf ein schwindendes Interesse für die Industrieobligationen zurückzuführen,

---

1) von Bargen, M.: a.a.O., S. 172

Tab. 19

Neuerwerb von Wertpapieren der deutschen Lebensversicherungsunternehmen

	1952		1954		1956		1958		1960		1962		1964		1966		1968		1969	
	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%
Festverzinsliche Wertpapiere:																				
Schatzanweisungen u. Anleihen öffentl. Stellen	17,8	22	30,5	14	22,9	11	99,0	18	96,5	15	141,8	18	146,6	13	74,7	7	354,3	16	299,8	14
Kommunalobligationen	2,6	3	8,5	4	21,1	10	70,8	13	91,2	14	77,7	10	272,4	25	276,5	26	366,0	17	296,5	14
Pfandbriefe	24,0	29	66,3	31	64,4	29	107,4	20	255,3	39	293,2	37	378,4	35	460,2	43	837,3	38	685,8	32
Industrieobligationen	11,7	14	40,9	19	46,1	21	137,7	25	15,2	3	81,9	10	59,7	5	30,1	3	91,5	4	122,1	6
sonst. festv. Wertpapiere[1]	-	-	-		-		-		-		-		-		13,8	1	75,6	3	152,6	7
Zwischensumme	56,1	68	146,2	68	154,5	71	414,9	76	458,2	71	594,6	75	857,1	78	855,3	80	1.724,7	78	1.556,8	73
Übrige Wertpapiere:	26,5	32	69,4	32	63,0	29	133,5	24	188,8	29	204,2	25	236,1	22	209,1	20	472,0	22	578,6	27
Wertpapiere gesamt[2]	82,6	100,0	215,5	100,0	217,5	100,0	548,5	100,0	647,0	100,0	798,8	100,0	1.093,2	100,0	1.064,3	100,0	2.196,7	100,0	2.135,3	100,0

1) Der Ausweis dieser Position erfolgte ab 1966
2) Differenzen durch Auf- und Abrunden

Quelle: Jahrbücher des Verbandes der Lebensversicherungs-Unternehmen e.V.

sondern vielmehr auf die relativ geringe Emissionstätigkeit der Industrie, die sich bei ständig steigendem Zinsniveau mit der Aufnahme neuer langfristiger Kredite möglichst zurückhielt und aus Kostengründen auf den Schuldscheinmarkt ausweichen mußte.

Trotz der eingangs dargestellten Unterschiede zwischen den einzelnen Versicherungszweigen, die eine aus liquiditätspolitischen Gründen verschiedenartige Zusammensetzung der Vermögensanlage bedingen, sind die bei wachsendem Geschäftsvolumen der Schaden-, Kranken- und Rückversicherungsunternehmen sich ergebenden Beträge, die langfristig angelegt werden können, erheblich und stellen auch für den Rentenmarkt ein durchaus ernst zu nehmendes Nachfragepotential dar.[1] Immerhin entfällt in diesem Versicherungsbereich heute etwa die Hälfte der Vermögensanlagen auf die Position Wertpapiere.

Ein Vergleich der Anlagepolitik der Versicherungswirtschaft im Betrachtungszeitraum mit dem Marktverhalten früherer Jahrzehnte läßt erkennen, daß der Fächer der möglichen Anlagen breiter und die Anlagepolitik der einzelnen Unternehmen dementsprechend beweglicher geworden ist.[2] Die Möglichkeit der Versicherungen, zur Zeit in erweitertem Umfange auch Aktien für den Deckungsstock zu erwerben, ist ebenfalls ein Indiz für neue Konkurrenzbeziehungen der Anbieter festverzinslicher Wertpapiere bei der Käufergruppe der Individualversicherung.

---

1) vgl. von Bargen, M.: Vertragsversicherung und Kapitalmarkt, in: ZfK 1967, S. 422; vgl. auch Vermögensanlagen der Individualversicherung 1966/1968, in: WiSta 1969, S. 637 ff

2) vgl. von Bargen, M.: a.a.O., S. 425

Trotz der heute relativ starken Stellung der Rentenwerte innerhalb der Vermögensanlagen der Versicherungswirtschaft wird es in Zukunft erforderlich sein, daß die Emittenten durch ständige Marktanalysen und eine anpassungsfähige Absatzpolitik ihren Marktanteil erhalten und absichern.

db) Sozialversicherung

Während die Unternehmen der Individualversicherung in einem Wettbewerbsverhältnis miteinander stehen und der Konkurrenzsituation durch den ständigen Beweis ihrer Leistungsfähigkeit Rechnung tragen müssen, nehmen die Sozialversicherungen aufgrund ihres staatlich gesicherten Monopols am Versicherungsmarkt eine Sonderstellung ein. Neben unterschiedlichen Zielsetzungen in der Anlagepolitik, die vor allem der Finanzierung von im öffentlichen Interesse liegenden Investitionen dienen soll, betreiben die Sozialversicherungen auch eine andersartige Liquiditätspolitik als die privaten Lebensversicherungen, da ein großer Teil ihrer Anlagen regelmäßig in möglichst liquider Form angelegt ist.[1)] Gemessen an den gesamten Vermögensanlagen der Sozialversicherung stellen die Anlagen der Renten- und Arbeitslosenversicherung den größten Block dar, während die Kranken-, Unfall- und sonstigen Versicherungen eine untergeordnete Rolle spielen.

Im Rahmen der gesetzlichen Vorschriften wird die Anlagepolitik sowohl der Rentenversicherungen als auch der Arbeitslosenversicherung von den Versicherungsträgern in eigener

---

1) vgl. Bierbaum, U.: Die Entwicklung des Sparens in der BRD nach der Währungsreform 1948, Diss. Freiburg (Schweiz) 1960, S. 56 und GBbk 1970, S. 83 f

Verantwortung bestimmt. Bundesregierung sowie Bundesbank haben jedoch mehrfach mittels freiwilliger Vereinbarungen auf die Beschlüsse der Versicherungsträger Einfluß genommen.[1)]

Obgleich die infolge der Rentenreform vom Jahre 1957 laufend erhöhten Rentenzahlungen die Kapitalkraft der Rentenversicherungen geschwächt haben, können die Sozialversicherungen bis 1966 zu den bedeutendsten Käufergruppen am Rentenmarkt gezählt werden. Das Schwergewicht bei der Wertpapieranlage der Rentenversicherungen lag dabei auf den Bankschuldverschreibungen; so entfielen Ende 1960 bei der Rentenversicherung der Arbeiter 85,0%, bei der Rentenversicherung der Angestellten 92,0% sowie bei der Arbeitslosenversicherung 56,5% des Bestandes an inländischen festverzinslichen Wertpapieren auf Pfandbriefe und Kommunalobligationen. Dagegen betrug der Anteilswert der Industrieobligationen insgesamt nur 0,6% (vgl. dazu Tabelle XVI im Anhang).

Trotz mancher pessimistischer Prognosen konnte sich die Kapitalbildung im Bereich der Renten- und Arbeitslosenversicherung nach 1957 auf einem höheren Stand halten, als bei der Verabschiedung der Rentenreform erwartet wurde. Allerdings war die Beteiligung der Versicherungsträger am gesamten Nettoabsatz der im Inland begebenen festverzinslichen Titel starken Schwankungen unterworfen. So ging der Anteilswert, der 1960 nahezu 16% betrug, im Jahre 1961 auf unter 6% zurück. Dieses Marktverhalten wird jedoch besser verständlich, wenn man berücksichtigt, daß den Versicherungsträgern 1961 in Höhe von

---

1) vgl. Kapitalbildung und Anlagepolitik der gesetzlichen Rentenversicherungen und der Arbeitslosenversicherung; in: MoBbk Nr. 7, 1964, S. 9 und Jaeger, G.: Entwicklung der sekundären Finanzierungsinstitute in der BRD und ihre Bedeutung für die Zentralbankpolitik, Tübingen 1968, S. 164 ff

2,1 Mrd DM Schuldbuchforderungen gegen den Bund zugeteilt wurden.[1] Von den in den Jahren 1950 bis 1963 netto abgesetzten festverzinslichen Titeln in Höhe von ca. 70 Mrd DM übernahmen die staatlichen Versicherungsträger etwa 7,7 Mrd DM (ca. 11%). Die Stützungsfunktion der Sozialversicherung am Rentenmarkt wurde dabei besonders in restriktiven Perioden, in denen die Banken aufgrund des Liquiditätsdruckes ihre Wertpapierkäufe einschränkten, deutlich. So konnte beispielsweise im Jahre 1960 eine Erhöhung der Bestände der Versicherungen um fast 700 Mio DM beobachtet werden, während die Wertpapierbestände der Banken nur um etwa 440 Mio DM stiegen.[2]

Das Gesamtvermögen der Rentenversicherungen, das im Jahre 1966 mit 27,3 Mrd DM seinen höchsten Stand erreichte, verminderte sich in den darauffolgenden zweieinhalb Jahren, in denen die jährlichen Überschüsse in Defizite umschlugen, um ca 4,9 Mrd DM auf 22,3 Mrd DM. Von dieser Entwicklung waren außer Hypothekendarlehen und Sachvermögen alle Anlageformen betroffen.[3] Der Anteilswert der festverzinslichen Wertpapiere an den Vermögensanlagen sank gleichzeitig von 30,5% (Ende 1966) auf 29,3% (Ende 3. Vierteljahr 1970). 1960 hatte der anteilige Wert noch 33,7% betragen. Die finanzielle Lage der Rentenversicherungen spiegelt sich in den auffälligen Veränderungen der Position "Bankeinlagen", die den Grundstock der liquiden Mittel bilden, wider. Ihr Anteilswert betrug 1960 15,2%, sank 1967 auf nur 6,4% ab und erhöhte sich infolge der hohen Kassenüberschüsse bis zum Ende des 3. Vierteljahres 1970 auf 20,2%.

---

1) vgl. Kapitalbildung und Anlagepolitik der gesetzlichen Rentenversicherungen und der Arbeitslosenversicherung, a.a.O., S. 7 f

2) vgl. Jaeger, G.: a.a.O., S. 170

3) vgl. "Neuere Entwicklung der finanziellen Lage bei den gesetzlichen Rentenversicherungen", in: MoBbk Nr. 10, 1969, S. 27

(Vgl. dazu im einzelnen Tabelle XVII im Anhang). Die Folgen der veränderten Marktpolitik wirkten sich vor allem im Jahre 1967 sehr negativ auf das Klima am Rentenmarkt aus, als die Rentenversicherungen in größerem Umfang festverzinsliche Titel veräußerten, d.h. statt der bisherigen Käufer- plötzlich eine Verkäuferposition einnahmen. In der Folgezeit wurden zwar Wertpapierverkäufe durch die vorzeitige Tilgung von Schuldbuchforderungen weitgehend vermieden, dennoch sank der Anteil der Rentenversicherungen an den gesamten im Umlauf befindlichen festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten von 17 % (1956) auf 5 % (1969).[1)]

Mit der Umstellung auf das sogenannte Umlageverfahren Mitte 1969 wurden die Finanzen der Rentenversicherungen zugleich auf eine neue Grundlage gestellt. Trotz der z.Zt. erheblichen Überschüsse kann davon ausgegangen werden, daß die Sozialversicherungen infolge des neuen Finanzierungsverfahrens in Zukunft als Käufergruppe keine wichtige Rolle mehr spielen und damit ihre traditionelle Funktion als Stütze des Rentenmarktes nicht mehr ausüben können. "Während vordem der Vermögensbildung in der Rentenversicherung eine über das finanzierungstechnische hinausgehende volkswirtschaftliche Bedeutung zuerkannt worden war, ist im neuen Finanzierungssystem dem Geldvermögen im wesentlichen nur noch die Funktion einer Liquiditätsreserve zugedacht...der Umfang der gesetzlich geforderten Rücklage...gegenüber dem früheren Recht praktisch auf etwa ein Viertel reduziert."[2)]

---

1) vgl. "Neuere Entwicklung der finanziellen Lage bei den gesetzlichen Rentenversicherungen", in: MoBbk Nr. 10, 1969 S. 28

2) ebenda, S. 29

Für die Emittenten am Rentenmarkt bedeutet diese sozialpolitische Entscheidung des Gesetzgebers mit ihren völlig veränderten Vorschriften über die Vermögensanlagen der Rentenversicherungen, daß ein bisher sehr wichtiger Anbieter von langfristigen Finanzierungsmitteln in Zukunft als Marktpartner nicht mehr in Erscheinung treten wird.

III. Zusammenfassung

In den vorangehenden Kapiteln wurde das Marktverhalten der Emittenten und Anleger analysiert und gleichzeitig wurde versucht, verschiedene Möglichkeiten einer Verbesserung des Klimas am Rentenmarkt, soweit diese von den Marktpartnern selbst bewirkt werden kann, aufzuzeigen. Der Zielsetzung der Arbeit entsprechend wurden in diesem Zusammenhang jedoch Bestimmungsfaktoren, wie z.B. die Fiskal- und Wirtschaftspolitik, die Entwicklung des Geldwertes sowie die allgemeine wirtschaftliche und politische Lage, nicht behandelt.[1] Diese Einflußfaktoren sind als Daten bzw. Rahmenbedingungen anzusehen, unter denen sich das Geschehen am Rentenmarkt abspielt und die von den Emittenten und Anlegern selbst nicht unmittelbar verändert werden können.

Der Rentenmarkt erfüllt nur dann seine Funktion, Geldkapital für langfristige Finanzierungen bereitzustellen, wenn die verschiedenen Interessen der einzelnen Marktpartner optimal aufeinander abgestimmt werden. Als oberste gemeinsame Zielsetzung der Emittenten und Anleger kann die Erhaltung und Stärkung der Funktionsfähigkeit des Rentenmarktes festgelegt werden.

Die volle Funktionsfähigkeit des Rentenmarktes drückt sich darin aus, daß ein Emittent jederzeit seinen langfristigen Kapitalbedarf durch die Begebung von Schuldverschreibungen zu marktgerechten Bedingungen decken kann bzw. ein anlagebereiter

---

1) vgl. hierzu Verband privater Hypothekenbanken e.V.: Der Rentenmarkt in der Krise (Möglichkeiten zum Wiederaufbau des Rentenmarktes), Sonderdruck, Bonn 1966

Sparer jederzeit einen breiten Fächer verschiedener festverzinslicher Titel zur Befriedigung seiner Anlagewünsche vorfindet. Der funktionierende Markt setzt zugleich auf der Kapitalnachfragerseite ein gewisses Maß an Abstimmung und Anpassungsfähigkeit voraus, um periodisch bedingte Änderungen des Geldkapitalangebotes durch konformes Verhalten auszugleichen und damit eine unnötige Überbeanspruchung des Marktes zu vermeiden.

Zur Erhaltung der Funktionsfähigkeit des Rentenmarktes ist es gleichzeitig erforderlich, ständig die individuellen Verhaltensweisen und Zielsetzungen der Marktteilnehmer zu beobachten und zu analysieren, um grundsätzliche Veränderungen rechtzeitig feststellen zu können. Diese Aufgabe obliegt im wesentlichen den Kreditinstituten und fällt zugleich in den Bereich der Wirtschaftspolitik.

Das zwischen den Anbietern festverzinslicher Wertpapiere bestehende Konkurrenzverhältnis dient der Verfolgung marktwirtschaftlicher Prinzipien und soll zu einer Belebung, keineswegs aber zu einer Deroutierung des Marktes führen.

Die obigen Ausführungen haben zugleich gezeigt, welche Bedeutung die Zielgruppe der privaten Anleger für die Emittenten am Rentenmarkt hat. Die Analyse der Marktdaten im Untersuchungszeitraum beweist, daß eine Absatzpolitik, die die Überwindung der seit geraumer Zeit recht angespannten Lage am Rentenmarkt zum Ziel hat, nur erfolgversprechend sein kann, wenn es gelingt, das Vertrauen einer viel breiteren privaten Käuferschicht als bisher zu gewinnen und deren Anteil am gesamten Absatzvolumen überdurchschnittlich zu vergrößern.

Vor allem zwei Gründe sind dafür anzuführen, warum sich die absatzpolitischen Anstrengungen der Emittenten bevorzugt auf die privaten Sparer richten sollten. Einmal scheint das Nachfragepotential der institutionellen Anleger ziemlich erschöpft

zu sein, wobei festgestellt werden kann, daß der Umfang der von dieser Käufergruppe dem Rentenmarkt zur Verfügung gestellten Kapitalien außerdem erhebliche Schwankungen aufweist. Diese sind bedingt durch die im einzelnen bereits dargelegten anlagepolitischen Zielsetzungen der institutionellen Käufer, die in der Regel auf kapitalmarktpolitische Erfordernisse keine Rücksicht nehmen können. Zum anderen muß der grundsätzliche Unterschied zwischen der Anlagepolitik der institutionellen Gruppe und der der privaten Anleger angeführt werden.

Bei Banken, Versicherungen, Investmentgesellschaften und sonstigen Institutionen sind ausgebildete Fachleute für die Vermögensanlage und -verwaltung verantwortlich. Es kann deshalb davon ausgegangen werden, daß die Kaufentschlüsse bei dieser Anlegergruppe primär aufgrund objektiver Analysen der jeweiligen Marktlage sowie der vorhandenen Informationen im Rahmen der anlagepolitischen Zielsetzungen gefällt werden. Daneben spielt bei der Anlageentscheidung natürlich auch die subjektive Beurteilung der gegenwärtigen und künftigen Entwicklung der Wirtschaft sowie der eigenen finanziellen Lage eine wichtige Rolle.

Für die Emittenten in ihrer Gesamtheit besteht deshalb im allgemeinen kaum eine Möglichkeit, die Kaufentscheidungen der institutionellen Anleger unmittelbar zu beeinflussen, um etwa zu einem bestimmten Zeitpunkt den Absatz an diese Käufergruppe zu forcieren. Der einzelne Emittent kann zwar versuchen, seinen Absatzradius auf Kosten seiner Mitkonkurrenten zu erhöhen, allerdings sind die Möglichkeiten für derartige Aktivitäten recht beschränkt.

Im Gegensatz zu den institutionellen Käufern können die privaten Sparer als "beeinflußbare" Anlegergruppe angesehen werden.

Zweifellos gibt es auch unter den Privaten eine Anzahl sehr sachverständiger Kapitalanleger, diese können jedoch für die Beurteilung der gesamten Gruppe nicht als Maßstab gelten. Die tägliche Praxis und entsprechende Meinungsumfragen bestätigen, daß die Kenntnis der wirtschaftlichen Zusammenhänge und insbesondere der Möglichkeiten der Vermögensanlage immer noch sehr im argen liegen. So ist es nicht verwunderlich, daß das Sparkonto als Anlageform noch vorherrscht. Es darf sogar bezweifelt werden, daß der Großteil der privaten Besitzer festverzinslicher Wertpapiere über die Vorteile und Risiken dieser Anlageform genau Bescheid weiß.

In diesem Zusammenhang erscheint uns jedoch das wachsende Interesse der privaten Sparer an Informationen über Geldanlage-Möglichkeiten, das sicherlich auch auf das ständig zunehmende Angebot an Anlageformen zurückzuführen ist, sehr wichtig zu sein. Die Anbieter festverzinslicher Wertpapiere müssen diese Aufgeschlossenheit der Sparer nutzen, um mit Hilfe einer klaren absatzpolitischen Konzeption den Anleihebesitz in den Mittelpunkt des Interesses zu rücken. Dazu gehören eine regelrechte Schulung der potentiellen Nachfrager und eine sorgfältige psychologische Vorbereitung auf das Rentensparen.[1)]

Diese Zielsetzung ist allerdings in der Praxis nicht ohne Schwierigkeiten durchzusetzen, da die Vielzahl der bisherigen "Nur-Kontosparer" - soweit sie aufgrund ihrer Sparfähigkeit sowie der Höhe ihres angesammelten Sparbetrages als Nachfrager am Rentenmarkt in Frage kommen - nur langsam an eine weit kompliziertere und abstraktere Anlageform, als sie das Sparkonto darstellt,

---

1) vgl. Herlt, R.: Bundesanleihen auf dem Kapitalmarkt, Hamburg/Essen/Berlin 1959, S. 19

herangeführt werden kann. So weist Hessler darauf hin, "daß dem Wertpapiersparen jene konkrete Anschaulichkeit in Zielsetzung und Ergebnis des Sparopfers fehlt, wie sie beispielsweise dem Bausparen zu eigen ist."[1] Entscheidend ist jedoch, daß sich die Verhaltensweisen und Gewohnheiten der privaten Sparer aufgrund entsprechender Erfahrungen und Informationen verändern lassen.

---

1) Hessler, H.-D.: Gegenwartsprobleme staatlicher Anleihepolitik, a.a.O., S. 144

Schlußbemerkung

Die Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung haben gezeigt, daß den Anbietern von festverzinslichen Wertpapieren eine Reihe von Möglichkeiten, auf das Klima am Rentenmarkt einen positiven Einfluß zu nehmen, zur Verfügung stehen.

Besonders die Realkreditinstitute als Emittenten von langfristigen Pfandbriefen und Kommunalobligationen sind in der Lage, durch ein absatzpolitisches Konzept, das die Interessen der Käufer von festverzinslichen Wertpapieren stärker berücksichtigt, einen wesentlichen Beitrag zur Verbesserung der Lage am Rentenmarkt zu leisten.

Die Einordnung des Passivgeschäfts der Realkreditinstitute als "Absatz von Anlagemöglichkeiten" trägt der Notwendigkeit Rechnung, daß die Käufer der Bankschuldverschreibungen und die Hypothekenschuldner heute als gleichrangige Marktpartner behandelt werden müssen. Der Erfolg einer solchen kundenbezogenen Absatzpolitik setzt eine zielgerichtete Marketing-Konzeption voraus, d.h. den optimalen Einsatz der Instrumente der Marktgestaltung.

Dieser Wandel in der Unternehmenspolitik einer Bank gegenüber ihren Kunden kann nicht kurzfristig vollzogen werden. Marketing als Maxime erfordert einen Umdenkungsprozeß, der sich in mehreren Phasen vollziehen wird. Die letzte Phase, in der Marketing als die betriebswirtschaftliche Hauptfunktion betrachtet wird, ist dann erreicht, wenn alle Entscheidungen unter Marketing-Gesichtspunkten getroffen werden. "Marketing wird damit zum Motor einer Unternehmung, der die gesamte lang- und kurzfristige

Planung beherrscht."[1] Der Marketingplan wird damit gleichzeitig zum Gesamtplan der Bank, dem die Einzelpläne für die betrieblichen Teilbereiche untergeordnet werden.[2]

Die unmittelbaren Auswirkungen einer kundenbezogenen Absatzpolitik am Rentenmarkt werden sich in einer marktgerechten Ausstattung der Marktobjekte, in der die geforderte "Gleichberechtigung" der Käufer und Hypothekenschuldner zum Ausdruck kommt, zeigen.

Dadurch bieten sich auch für die Werbung bessere Möglichkeiten, potentielle Anleger anzusprechen und für den Kauf festverzinslicher Werte zu interessieren. Die Werbung, die Nieschlag als das "Sprachrohr des Marketing"[3] bezeichnet, kann auf die Dauer nur erfolgreich sein, wenn das zu verkaufende Produkt den Wünschen und Vorstellungen der Käufer entspricht. Diese recht einfache, aber nicht ganz einfach in die Praxis umzusetzende Feststellung, läßt sich durch eine treffende Formulierung Schumpeters veranschaulichen, der ausführt: "Das Bild des hübschesten Mädchens, das je gelebt hat, wird sich auf die Dauer als machtlos erweisen, um den Absatz einer schlechten Zigarette aufrechtzuerhalten."[4] Auf den Rentenmarkt bezogen, könnte dieses Zitat abgewandelt werden: "Das Bild des prächtigsten Huhns mit den größten goldenen Eiern, wird sich auf die Dauer als machtlos erweisen, um den Absatz von Schuldverschreibungen, die nicht den Käuferwünschen entsprechend ausgestattet sind, aufrechtzuerhalten und zu fördern."

---

1) Nieschlag, R.: Dichtl, E.: Hörschgen, H.: a.a.O. S. 92

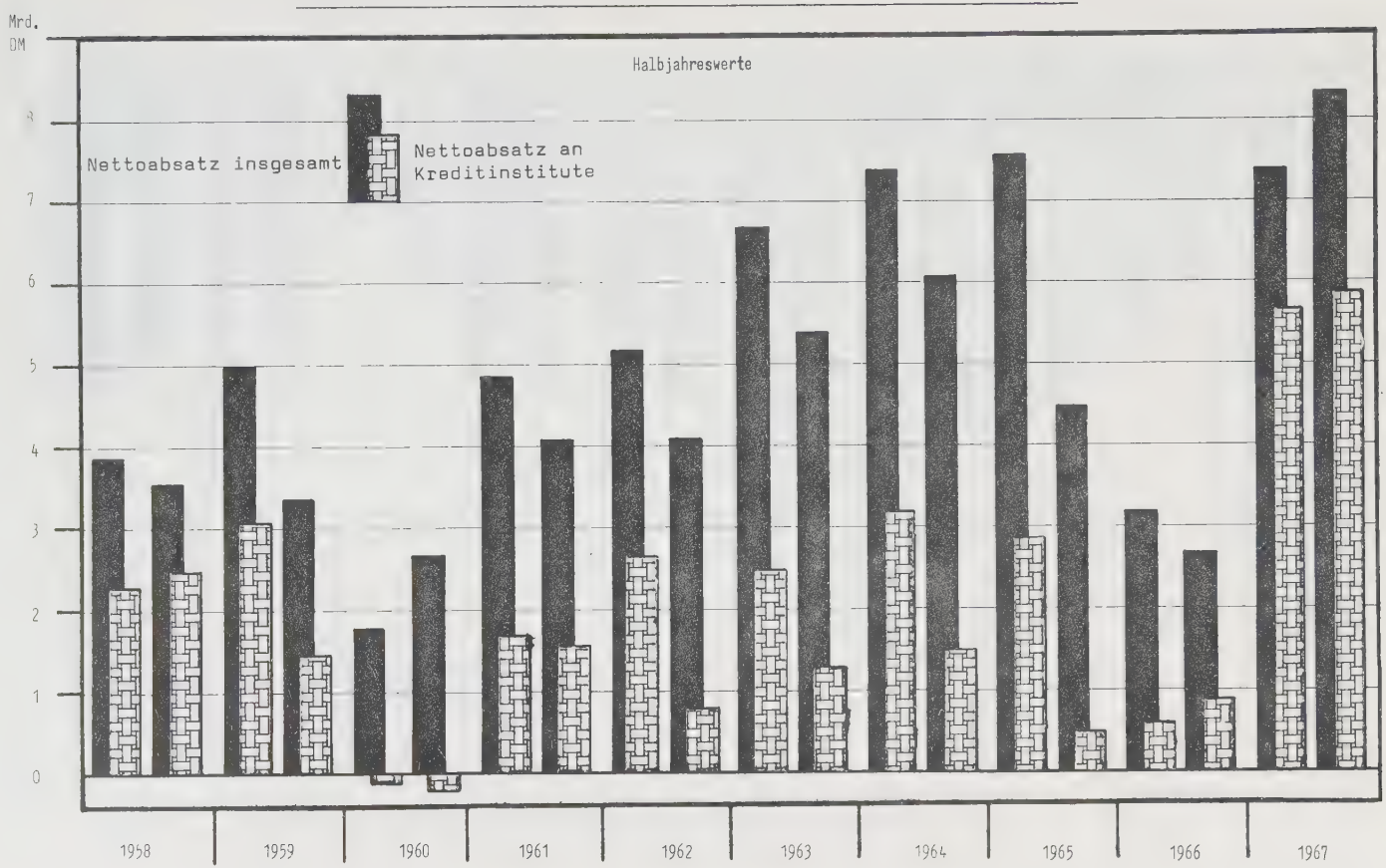
2) vgl. Penzkofer, P.: Marketing und Bankorganisation, a.a.O., S. 143

3) a.a.O., S. 269

4) Schumpeter, J.: Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, 2. Aufl., München 1950, S. 418

ANHANG

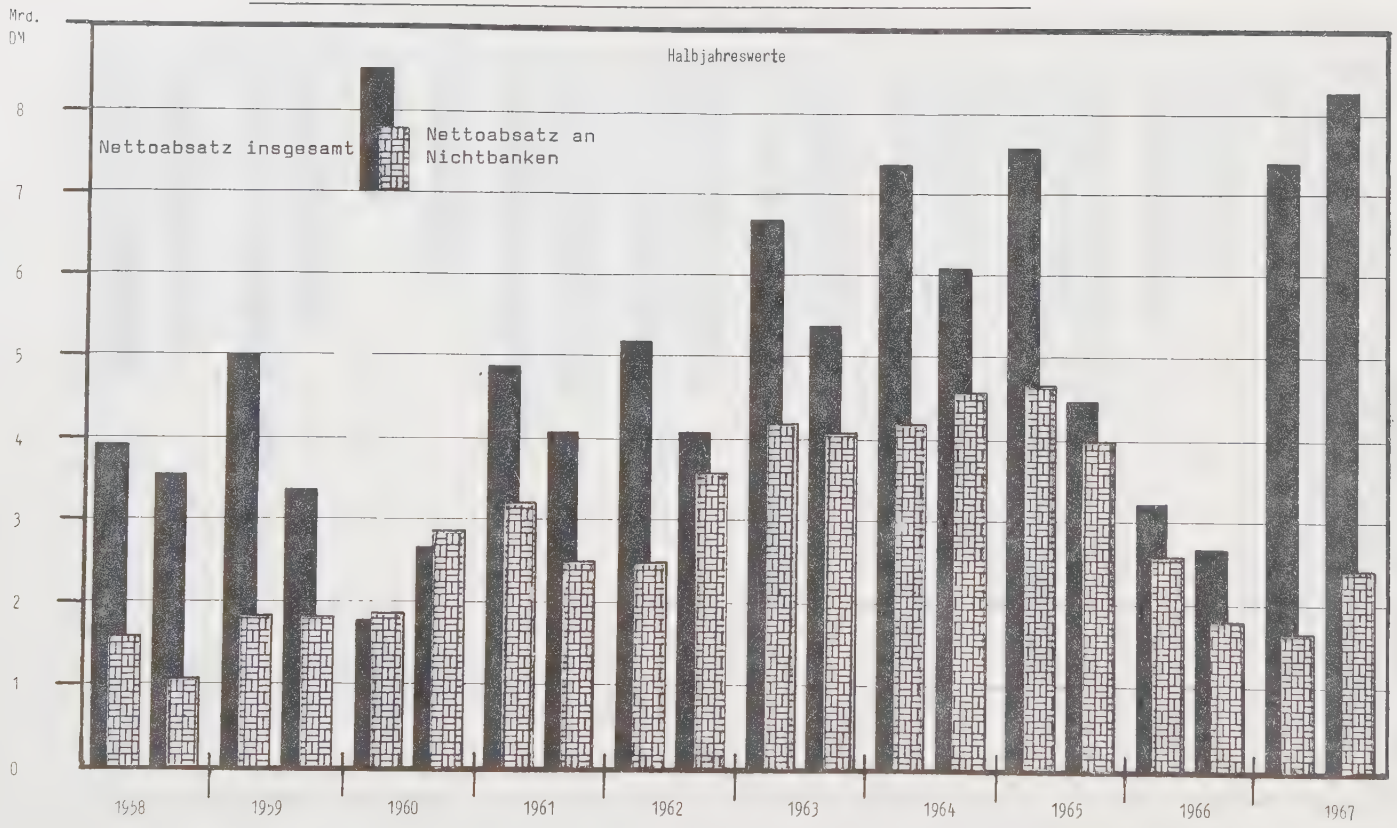
und Nettoabsatz an Kreditinstitute



Quelle: Häuser, K. und Somogyi, J.: a.a.O., Tabelle 7 des Anhangs

Schaubild II

Nettoabsatz festverzinslicher Wertpapiere insgesamt und Nettoabsatz an Nichtbanken



Quelle: Häuser, K. und Somogyi, J.: a.a.O., Tabelle 7 des Anhangs

Tab. I

Brutto-Absatz von festverzinslichen Wertpapieren und Aktien inländischer Emittenten[1]

in Mio DM Nominalwert

Jahr	Festverzinsliche Wertpapiere								Aktien	Festverzinsliche und Aktien
	davon							Insg.		
	Bankschuldverschreibungen[2]					Industrieobligationen einschl. Wandelschuldv.	Anleihen der öff. Hand			
	Pfandbriefe	Kommunalobligationen u.ä.	Schuldverschr. v. Spezialkreditinstituten	Sonstige Bankschuldv.	Insg.					
1948 2.Hj.	6,3	2,3	-	-	8,6	10,0	-	18,6	0,5	19,1
1949	200,1	33,0	19,9	-	254,0	95,7	420,4	770,1	41,3	811,4
1950	210,7	99,2	96,2	-	406,1	53,3	217,1	676,5	51,2	727,7
1951	468,0	158,9	1,9	-	628,8	61,7	56,9	747,4	164,7	912,1
1952	628,1	161,3	219,8	-	1.009,2	130,3	418,2	1.557,7	259,3	1.817,0
1953	1.043,4	429,4	224,6	-	1.697,4	396,3	808,2	2.901,9	268,7	3.170,6
1954	2.238,8	1.001,4	264,9	2,8	3.507,9	791,6	391,5	4.691,0	453,0	5.144,0
1955	1.381,7	1.026,1	507,7	-	2.915,5	432,0	333,2	3.680,7	1.554,8	5.235,5
1956	1.038,2	616,1	14,2	-	1.668,5	563,7	332,0	2.564,2	1.837,5	4.401,7
1957	1.161,1	1.125,2	265,2	-	2.551,5	931,1	700,9	4.183,5	1.631,7	5.815,2
1958	1.618,8	2.337,6	521,1	2,0	4.479,5	1.651,9	1.903,7	8.035,1	1.139,5	9.174,6
1959	3.050,0	2.363,7	1.331,1	-	6.744,8	919,5	2.039,2	9.703,5	1.383,0	11.086,3
1960	2.343,4	1.119,9	501,1	3,0	3.967,4	27,5	1.332,6	5.327,5	1.904,5	7.232,0
1961	3.641,5	2.505,3	1.051,2	100,0	7.298,0	319,6	1.991,2	9.608,8	2.192,4	11.801,2
1962	4.096,2	2.368,2	1.122,0	401,1	7.987,5	1.076,1	2.780,9	11.844,5	1.506,7	13.351,2
1963	4.070,8	3.397,6	1.857,9	969,2	10.295,5	1.552,5	4.576,5	16.424,5	1.015,7	17.440,2
1964	4.805,9	3.772,1	1.775,1	1.441,9	11.795,0	973,7	4.138,7	16.907,4	1.608,4	18.515,8
1965	4.331,2	3.691,1	1.242,7	1.392,7	10.657,7	585,8	3.589,2	14.832,7	2.645,9	17.478,6
1966	2.835,2	3.180,8	971,6	575,8	7.563,4	231,7	1.603,8	9.398,9	2.037,4	11.436,3
1967	3.781,9	6.250,1	1.358,3	926,6	12.316,9	1.117,2	6.412,6	19.846,7	1.396,1	21.242,8
1968	4.539,0	9.265,4	1.700,4	1.848,5	17.353,3	300,0	4.941,3	22.594,6	1.816,0	24.404,1
1969	3.776,0	8.221,0	1.422,0	2.034,0	15.453,0	457,0	2.992,0	18.902,0	1.821,0	20.723,0
1970	2.818,0	8.766,0	1.889,0	2.339,0	15.812,0	656,0	4.348,0	20.816,0	2.374,0	23.190,0

1) Ohne Umtauschpapiere aus dem Altgeschäft und ohne Altsparerpapiere. Ab 1954 einschl. Berlin-West, ab 1959 einschl. Saarland

2) Ab 1969 ohne Bank-Namensschuldverschreibungen

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank und Statistische Beihefte zu den Monatsberichten, Reihe 2

Tab. II

Umlauf an festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten[1]

in Mio DM Nominalwert

Jahresende	Neugeschäft nach der Währungsreform							
	davon							
	Bankschuldverschreibungen[2]					Industrieobligationen einschl. Wandelschuldv.	Anleihen der öff. Hand	Insg.
	Pfandbriefe	Kommunalobligationen u.a.	Schuldverschr. v.Spezialkreditinstituten	Sonstige Bankschuldv.	Insg.			
1948	6,3	2,3	-	-	8,6	10,0	-	18,6
1949	207,4	35,3	19,9	-	262,6	105,7	420,4	788,7
1950	418,1	134,5	116,1	-	668,7	159,0	637,5	1.465,2
1951	885,9	293,4	118,0	-	1.297,3	220,7	694,4	2.212,4
1952	1.513,5	454,6	337,8	-	2.305,9	350,2	1.105,2	3.761,3
1953	2.556,6	883,2	562,4	-	4.002,2	746,5	1.877,2	6.625,9
1954	4.794,7	1.883,4	797,3	2,3	7.477,7	1.535,1	2.222,2	11.235,0
1955	6.174,4	2.903,9	1.304,9	1,9	10.385,1	1.932,6	2.523,4	14.841,1
1956	7.201,1	3.499,6	1.265,8	1,6	11.968,1	2.465,1	2.556,2	16.989,4
1957	8.340,4	4.592,7	1.447,7	1,3	14.412,1	3.343,0	2.670,7	20.425,8
1958	9.898,9	6.829,9	1.905,2	2,9	18.636,9	4.892,9	4.314,6	17.844,4
1959	12.717,4	8.970,4	3.126,9	2,6	24.817,3	5.506,6	5.747,1	36.071,0
1960	14.944,8	9.913,8	3.492,0	5,4	28.356,0	5.130,2	6.925,9	40.412,1
1961	18.247,0	11.777,8	4.209,4	103,2	34.337,4	5.230,7	8.820,4	48.388,5
1962	21.866,3	13.548,2	4.986,4	504,2	40.905,1	5.822,3	11.171,7	57.919,1
1963	25.607,9	16.139,5	6.196,5	1.439,0	49.382,9	6.165,5	14.436,3	69.984,7
1964	30.086,2	19.107,3	7.333,9	2.763,4	59.290,8	6.499,6	17.702,1	83.492,5
1965	34.179,4	22.190,3	7.970,4	3.946,3	68.286,4	6.862,4	20.811,4	95.960,6
1966	36.689,4	24.496,5	8.130,2	4.073,4	73.389,5	6.864,0	21.231,3	101.484,8
1967	40.008,6	29.879,2	8.557,5	4.280,5	82.725,8	7.756,0	26.077,5	116.559,3
1968	44.182,1	38.307,2	9.228,5	5.173,2	96.891,0	7.686,6	29.778,2	134.355,8
1969	46.141,0	42.845,0	9.687,0	6.363,0	105035,0	7.523,0	30.387,0	142.946,0
1970	48.368,0	50.788,0	10.701,0	7.948,0	117804,0	7.743,0	32.458,0	158.005,0

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2

1) Ab 1954 einschl.Berlin (West), ab 1959 einschl.Saarland.- Einschl.der zeitweilig im Bestand der Emittenten befindlichen eigenen Schuldverschreibungen.

2) Ab 1969 ohne Namensschuldverschreibungen

Tab. III

Netto-Absatz von festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten in Mio DM Nominalwert[1]

Zeit	Festverzinsliche Wertpapiere							
	davon							
	Bankschuldverschreibungen[2]					Industrie-obligationen einschl. Wandelschuldv.	Anleihen der öff. Hand	Insg.
	Pfandbriefe	Kommunalobligationen u.ä.	Schuldverschr. v.Spezialkreditinstituten	Sonstige Bankschuldv.	Insg.			
1948 2.Hj.	6,3	2,3	-	-	8,6	10,0	-	18,6
1949	201,1	33,0	19,9	-	254,0	95,7	420,4	770,1
1950	210,7	99,2	96,2	-	406,1	53,3	217,1	676,5
1951	467,8	158,9	1,9	-	628,6	61,7	56,9	747,2
1952	627,7	161,2	219,8	-	1.008,6	129,5	410,8	1.548,9
1953	1.043,1	428,6	224,6	-	1.696,3	396,3	772,0	2.864,6
1954	2.238,1	1.000,2	234,9	2,3	3.475,5	788,6	345,0	4.609,1
1955	1.379,7	1.020,5	507,6	-0,4	2.907,9	397,5	301,2	3.606,1
1956	1.026,7	595,7	-39,1	-0,3	1.583,5	532,8	32,8	2.148,3
1957	1.139,3	1.093,1	211,9	-0,3	2.444,0	877,9	114,5	3.436,4
1958	1.558,5	2.237,2	427,5	1,6	4.224,8	1.549,9	1.643,9	7.418,6
1959	2.818,5	2.140,5	1.221,7	-0,3	6.180,4	613,7	1.432,5	8.226,6
1960	2.227,4	943,4	365,1	2,8	3.538,7	-376,4	1.178,8	4.341,1
1961	3.202,2	1.864,0	717,4	97,8	5.981,4	100,5	1.894,5	7.976,4
1962	3.639,3	1.770,4	777,0	401,0	6.587,7	591,6	2.351,3	9.530,6
1963	3.721,6	2.591,3	1.210,1	934,8	8.457,8	343,2	3.264,6	12.065,6
1964	4.478,3	2.967,8	1.137,4	1.324,4	9.907,9	334,1	3.265,8	13.507,8
1965	4.093,2	3.083,0	636,5	1.182,9	8.995,6	363,2	3.109,3	12.468,1
1966	2.510,0	2.306,2	159,8	127,1	5.103,1	1,2	419,9	5.524,2
1967	3.319,2	5.382,7	427,3	207,1	9.336,3	892,0	5.092,7	15.321,0
1968	4.173,5	8.428,0	671,0	892,7	14.165,2	-69,4	3.700,7	17.796,5
1969	3.458,0	7.542,0	787,0	1.246,0	13.033,0	-164,0	609,0	13.479,0
1970	2.227,0	7.943,0	1.014,0	1.585,0	12.769,0	220,0	2.071,0	15.059,0

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2

1) Bruttoabsatz minus Tilgung; ab 1954 einschl.Berlin (West), ab 1959 einschl.Saarland

2) Ab 1969 ohne Namensschuldverschreibungen

Tab. 3

Zusammensetzung [illegible]

	private Haushalte	Unternehmen	öffentl. Haush.	Auslandskonnex
1925 bis 1929	52	11	24	13
1934 bis 1938	57	17	26	-
1949 bis 1956	22	42	36	-
1960 bis 1966	34	36	30	-
1968	40	40	20	-
1969	42	37	20	-

Quelle: K. Forsberg: Kapitalmarktreform in gesamtwirtschaftlicher Sicht, in: Aktionsgemeinschaft soziale Marktwirtschaft, Tagungsprotokoll Nr. 22, Neuordnung der Finanzpolitik, Ludwigsburg 1956, S. 120; Monatsberichte der Deutschen Bundesbank.

Tab. 4

Verfügbares Einkommen und Ersparnis der privaten Haushalte

	Verfügbares Einkommen (Mrd. DM)	Zuwachs (in v.H.)	laufende Ersparnis (Mrd. DM)	Zuwachs (in v.H.)	Sparquote (in v.H.)
1950	55,5	-	3,1	-	5,6
1951	75,1	(+ 35)	2,4	(+ 4)	3,2
1952	86,2	(+ 15)	4,4	(+ 83)	5,1
1953	95,1	(+ 10)	5,5	(+ 25)	5,8
1954	104,8	(+ 7)	6,7	(+ 22)	6,4
1955	113,2	(+ 11)	7,0	(+ 5)	6,2
1956	124,7	(+ 10)	7,0	(± 0)	5,6
1957	138,3	(+ 12)	11,1	(+ 59)	8,0
1958	150,4	(+ 8)	12,1	(+ 9)	8,0
1959	160,6	(+ 7)	14,1	(+ 17)	8,8
1960	185,4	(+ 15)	15,4	(+ 9)	8,3
1961	204,1	(+ 10)	17,4	(+ 13)	8,5
1962	223,0	(+ 9)	19,0	(+ 9)	8,5
1963	238,9	(+ 7)	22,8	(+ 20)	9,5
1964	253,2	(+ 10)	29,1	(+ 28)	11,5
1965	291,1	(+ 11)	35,4	(+ 22)	12,1
1966	312,9	(+ 7)	35,0	(- 1)	11,2
1967 p	319,5	(+ 2)	35,3	(+ 1)	11,0
1968 p	341,9	(+ 7)	40,9	(+ 16)	11,9
1969 p	380,7	(+ 11)	47,2	(+ 15)	12,4
1970 p	424,7	(+ 12)	52,6	(+ 11)	12,4

p=vorläufige Ergebnisse

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank

Tab. VI

Struktur der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte (in %)

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970 1.Hj.
1) Spareinlagen	45,6	37,7	46,0	50,7	47,3	50,0	53,7	56,5	54,1	44,9	35,8
2) Sparbriefe	.	.	.	.	.	.	.	0,7	3,7	3,9	4,6
3) Geldanlage bei Bausparkassen	11,7	11,1	9,7	9,7	7,5	9,5	13,0	8,3	6,3	8,2	0,1
4) Geldanlage bei Versicherungen	15,9	16,3	18,1	17,6	14,3	12,7	15,5	17,8	17,5	15,6	20,7
5) festv. Wertpapiere	15,8	20,8	19,0	15,6	19,4	13,2	9,0	8,1	8,1	11,7	25,1
6) Aktien					2,2	6,9	2,4	4,5	4,0	7,4	
7) sonst. Forderungen	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
längerfrist. Geldvermögensbildung	89,2	86,1	92,9	93,7	90,7	92,4	93,7	96,1	93,9	92,0	86,6
Bargeld u. Sichteinlagen	10,8	13,9	7,1	6,3	9,3	7,6	6,3	3,9	6,1	8,0	13,4
Geldvermögensbildung insges.	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank

Tab. VII

DM-Auslandsanleihen 1969 nach Ländern

	Mill. DM	%		Mill. DM	%
Kanada	1000	15,1	Japan	450	6,8
USA[1]	880	13,3	Australien	570	8,6
Großbritannien[1]	730	11,0	Neuseeland	100	1,5
Skandinavien	735	11,1	Südafrika	200	3,0
Frankreich	515	7,8	Mexico	80	1,2
Österreich	245	3,7	Malaysia	40	0,6
Irland	100	1,5	Intern. Institutionen	880	13,3
Spanien	100	1,5	Insgesamt	6.625	100,0

1) einschl. Tochtergesellschaften außerhalb des Landes

Quelle: Commerzbank AG, Rund um die Börse 1969

Tab. VIII

Erstabsatz von Pfandbriefen und Kommunalobligationen (Mio. DM) 1963 - 1969
- Aufteilung nach Käufergruppen [1] -

Jahr	Pfand-briefe	K. O.	Insgesamt	%	Öffentliche Stellen	%	Kredit-inst.	%	S.Wi.-Unt.	%	Private	%	Ausländer	%
1963	4.075,4	3.748,3	7.823,7	100	1.047,0	13,4	5.526,0	70,6	290,0	3,7	864,6	11,1	34,1	0,4
1964	4.818,4	4.090,1	8.908,5	100	748,4	8,4	6.698,0	75,3	332,3	3,7	1.117,9	12,6	5,9	0,0
1965	4.363,7	3.945,9	8.309,6	100	702,7	8,5	6.267,3	75,4	563,6	6,8	771,2	9,3	4,8	0,0
1966	2.818,9	3.333,9	6.152,8	100	790,9	12,9	4.286,7	69,7	515,8	8,4	555,1	9,0	4,3	0,0
1967	3.783,4	6.525,9	10.309,3	100	465,7	4,5	8.823,9	85,6	515,7	5,0	500,4	4,9	3,6	0,0
1968	4.441,0	9.605,6	14.046,6	100	843,6	6,0	12.056,2	85,8	557,5	4,0	569,5	4,1	19,8	0,1
1969 [2]	3.667,0	8.430,0	12.097,0	100	144,0	1,2	10.821,0	89,5	406,0	3,4	716,0	5,9	10,0	0,0

1) Nur der erste Verkauf der Emissionsinstitute an die verschiedenen Käufergruppen; Weiterverkäufe sind nicht berücksichtigt
2) Die Zahlen für 1969 sind nur bedingt vergleichbar, da ab 1.1.69 die Emissionsstatistik geändert wurde. 1969 sind nur Inhaberschuldverschreibungen ausgewiesen, in den Vorjahren dagegen Inhaber- und Namensschuldverschreibungen. Bundesbahn und Bundespost sind nicht mehr in der Käufergruppe öffentliche Haushalte, sondern unter Unternehmen erfaßt.

Quelle: Gemeinschaftsdienst der Boden- und Kommunalkreditinstitute

Tab. IX

Umlauf von festverzinslichen tarifbesteuerten Wertpapieren inländischer Emittenten[1]
nach Zinssätzen Ende 1970

	Insgesamt		Pfandbriefe		Kommunal-obligationen		Schuldverschr. v. Spezialkreditinstituten		sonst. Bankschuldverschreibungen		Industrieobligationen		Anleihen der öff. Hand	
	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%
Gesamt (Nominalwert)	151.666		43.678	100	49.189	100	10.670	100	7.948	100	7.724	100	32.456	100
3 1/2 bis unter 4	1	0,0	-		-		1	0,0	-		-		-	
4 bis unter 4 1/2	-	-	-		-		-	-	-		-		-	
4 1/2 bis unter 5	30	0,0	-		30	0,0	-	-	-		-		-	
5 bis unter 5 1/2	10.327	6,8	2.184	5,0	1.357	2,8	1.645	15,4	365	4,6	1.042	13,5	3.733	11,5
5 1/2 bis unter 6	15.010	9,9	4.859	11,1	5.072	10,3	1.031	9,7	1.127	14,2	1.145	14,8	1.776	5,5
6 bis unter 6 1/2	63.048	41,6	22.914	52,5	19.318	39,2	2.828	26,5	2.267	28,6	3.204	41,5	12.516	38,6
6 1/2 bis unter 7	25.300	16,7	6.735	15,4	8.344	17,0	1.138	10,7	1.369	17,2	1.429	18,5	6.285	19,4
7 bis unter 7 1/2	22.977	15,1	6.038	13,8	8.585	17,5	2.496	23,4	1.281	16,1	639	8,3	3.937	12,1
7 1/2 bis unter 8	1.530	1,0	75	0,2	450	1,0	302	2,8	360	4,5	49	0,6	294	0,9
8 bis unter 8 1/2	7.145	4,7	771	1,8	3.164	6,4	729	6,8	865	10,9	66	0,9	1.550	4,8
8 1/2 und höher	6.298	4,2	101	0,2	2.869	5,8	500	4,7	313	3,9	150	1,9	2.365	7,2

1) Ohne Bank-Namensschuldverschreibungen

Quelle: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2

Tab. X

Umlauf an festverzinslichen Wertpapieren inländischer Emittenten

Jahresende	Mrd. DM Nominalwert	Zuwachs Mrd. DM	Zuwachs in % des Vorjahres
1948	0,0	-	-
1949	0,8	+ 0,8	-
1950	1,5	+ 0,7	+ 88 %
1951	2,2	+ 0,7	+ 47 %
1952	3,8	+ 1,6	+ 73 %
1953	6,6	+ 2,8	+ 74 %
1954	11,2	+ 4,6	+ 70 %
1955	14,8	+ 3,6	+ 32 %
1956	17,0	+ 2,2	+ 15 %
1957	20,4	+ 3,4	+ 20 %
1958	27,8	+ 7,4	+ 36 %
1959	36,1	+ 8,3	+ 30 %
1960	40,4	+ 4,3	+ 12 %
1961	48,4	+ 8,0	+ 20 %
1962	58,0	+ 9,6	+ 20 %
1963	70,0	+ 12,0	+ 21 %
1964	83,5	+ 13,5	+ 19 %
1965	96,0	+ 12,5	+ 15 %
1966	101,5	+ 5,5	+ 6 %
1967	116,6	+ 15,1	+ 15 %
1968	134,4	+ 17,8	+ 15 %
1969	142,9	+ 8,5	+ 6 %
1970	158,0	+ 15,1	+ 11 %

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank und Statistische Beihefte zu den Monatsberichten, Reihe 2

Tab. XI

Bestände an inländischen festverzinslichen Wertpapieren
(alle Bankengruppen: Stand am Monatsende)

Jahr	Geschäftsvolumen Mio DM	Bankschuldverschreibungen Mio DM	% Anteil	öffentliche Anleihen Mio DM	% Anteil	Industrieobligationen u. sonst. Schuldverschreibungen Mio DM	% Anteil	Anleihen und Schuldverschreibungen insges. % Anteil
1962 Dez.	326.053	16.959	5,2	4.616	1,4	956	0,3	6,9
1963 Dez.	366.516	20.311	5,5	5.108	1,4	911	0,2	7,1
1964 Dez.	408.038	23.563	5,8	6.318	1,5	949	0,2	7,5
1965 Dez.	456.815	26.262	5,7	6.584	1,4	1.007	0,2	7,3
1966 Dez.	498.379	27.185	5,5	6.631	1,3	944	0,2	7,0
1967 Dez.	562.846	35.025	6,2	10.160	1,8	1.013	0,2	8,2
1968 Dez.[1]	648.258	43.970	6,8	13.446	2,1	878	0,1	9,0
1969 Dez.	733.057	51.251	7,0	14.463	2,0	838	0,1	9,1
1970 Dez.	820.738[2]	54.129	6,6	13.100	1,6	1.024	0,1	8,3

1) Die Ergebnisse enthalten einen nicht eliminierbaren Kontinuitätsbruch (vgl. dazu Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Nr. 4/1969 "Umgestaltung der Bankenstatistik", S. 5).
2) Dieses Ergebnis ist durch die Fusion mehrerer Institute beeinflußt

Quelle: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 1

Tab. XII

Zur Entwicklung der Wertpapieranlage der Banken nach Wertpapierarten und Bankengruppen

Bankengruppen	Bankschuldverschreibungen				Öffentliche Anleihen				Industrieobligationen u. sonst. Schuldverschreibungen			
	Dez. 1965		Dez. 1970		Dez. 1965		Dez. 1970		Dez. 1965		Dez. 1970	
	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%	Mio DM	%
Kreditbanken	3.446	13,1	6.971	12,9	1.674	25,4	3.801	29,0	450	44,7	720	70,3
Girozentralen	3.382	12,9	7.241	13,4	1.191	18,1	2.212	16,9	102	10,1	73	7,1
Sparkassen	13.043	49,7	26.556	49,1	1.523	23,1	2.384	18,2	42	4,2	36	3,5
Zentralkassen	1.693	6,4	4.519	8,3	233	3,6	1.262	9,6	21	2,1	16	1,6
Kreditgenossenschaften	1.279	4,9	4.209	7,8	472	7,2	1.259	9,6	239	23,7	76	7,4
Postscheck- und Postsparkassenämter	2.639	10,0	3.200	5,9	317	4,8	520	4,0	88	8,7	85	8,3
Übrige Bankengruppen	780	3,0	1.433	2,6	1.174	17,8	1.662	12,7	65	6,5	18	1,8
Alle Bankengruppen	26.262	100,0	54.129	100,0	6.584	100,0	13.100	100,0	1.007	100,0	1.024	100,0

Quelle: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 1

Tab. XIII

Haushalte nach Beruf des Haushaltsvorstandes und ausgewählten Sparformen 1960/61

Beruf des Haushaltsvorstandes	Haushalte insgesamt[1]		davon besitzen: festverzinsliche Wertpapiere		Aktien, Investmentzertifikate		Bausparvertrag		priv. Versicherungen		Postsparbuch		Sparkonto	
		v.H.	i.v.H.	v.H. Sp.2	v.H.	v.H. Sp.2	v.H.	v.H. Sp.2	v.H.	v.H. Sp.2	v.H.	v.H. Sp.2	v.H.	v.H. Sp.2
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Arbeiter insgesamt	2.985	31,0	8,5	0,5	8,1	0,9	25,7	7,7	32,4	53,8	30,6	17,3	27,6	46,0
ungelernte u. angelernte Arbeiter	1.255	13,1	3,2	0,5	2,4	0,6	8,0	5,7	12,2	47,7	10,6	14,2	9,8	38,7
Facharbeiter	1.710	17,9	5,3	0,6	5,7	1,1	17,7	9,2	20,2	58,3	20,0	19,6	17,8	51,3
Angestellter	1.569	16,4	19,1	2,3	25,3	5,4	22,4	12,7	17,2	54,1	22,8	24,3	19,3	60,8
Beamter	600	6,3	6,9	2,2	13,3	7,3	12,5	18,5	7,7	63,5	12,8	35,8	8,0	65,8
Selbständiger in Handel, Handwerk und Gewerbe	949	9,9	24,5	4,8	18,4	8,4	20,4	19,1	13,0	67,3	9,5	16,9	12,1	63,2
Rentner u. Pensionär	2.076	31,8	21,3	1,9	14,5	2,3	6,4	2,7	16,4	38,9	14,7	11,8	17,3	41,2
übrige Berufe	1.385	14,5	19,7	2,7	20,5	4,9	12,6	8,1	13,3	47,5	9,6	11,6	15,7	56,0
Insgesamt	9.544	100	100	2,0	100	3,5	100	9,3	100	51,7	100	17,6	100	51,8

1) Die Summe der Spalte stimmt nicht mit der Summe der Haushalte mit ausgewählten Sparformen überein, da Doppelzählungen vorliegen. Die Stichprobe umfaßte insgesamt 10.000 Befragungen.

Quelle: Veröffentlichung des Instituts für Mittelstandsforschung: Der private Haushalt in der BRD 1960/61, Köln 1965, Tabelle 26a/b

Tab. XIV

Private Haushalte[1] mit Wertpapieren nach dem monatlichen Haushaltsnettoeinkommen, der sozialen Stellung und dem Alter des Haushaltsvorstandes sowie der Höhe der Tageswerte

am 31. Dezember 1969
(Ergebnis der Einkommens- und Verbrauchsstichprobe 1969

Monatl. Haushaltsnettoeinkommen von[2] ... bis unter ... DM Soziale Stellung des Haushaltsvorstandes Haushaltsvorstand im Alter von...bis unter...Jahren	Haushalte			Von den Haushalten mit Wertpapieren verfügten ... über Wertpapiere mit Tageswerten von ... bis unter ... DM					
	Insg.	darunter mit Wertpapieren		unter 2.000	2.000 bis 5.000	5.000 bis 10.000	10.000 bis 20.000	20.000 bis 50.000	50.000 und mehr
	1.000	1.000	%	%	%	%	%	%	%
Haushalte insgesamt	20.545	4.032	19,6	40,7	23,6	15,2	10,1	6,5	3,8
unter 300 DM	1.084	(67)	(6,2)	(51,5)	/	/	/	/	/
300 - 600 DM	3.487	368	10,5	47,3	24,2	(13,3)	(8,3)	(4,8)	/
600 - 800 DM	3.575	478	13,4	51,2	23,9	14,4	(6,1)	/	/
800 - 1.000 DM	3.041	499	16,4	49,8	23,4	14,3	8,3	(2,9)	/
1.000 - 1.200 DM	2.840	591	20,8	45,5	24,3	14,3	9,1	(4,4)	(2,5)
1.200 - 1.500 DM	2.242	579	25,8	42,0	24,5	14,9	10,3	(5,9)	(2,3)
1.500 - 1.800 DM	1.545	465	30,1	33,6	26,6	18,6	11,3	(6,9)	(2,9)
1.800 - 2.500 DM	1.450	581	40,1	27,5	24,2	17,3	13,7	10,7	6,6
2.500 - 10.000 DM	498	290	58,3	18,3	16,3	15,5	16,2	17,4	16,3
Landwirt[3]	785	115	14,6	50,4	(18,3)	(12,3)	(8,6)	/	/
Selbständiger[4]	1.634	557	34,1	26,0	22,5	15,7	14,4	11,1	10,3
Beamter	1.241	344	27,7	43,8	24,3	15,7	8,9	(5,3)	(2,1)
Angestellter	3.591	1.098	30,6	39,3	25,5	16,1	10,6	6,2	(2,4)
Arbeiter	6.333	680	10,7	54,9	24,4	13,3	(4,9)	(2,3)	/
Nichterwerbstätiger	6.961	1.239	17,8	39,0	22,3	15,6	11,1	7,3	4,8
unter 25 Jahren	140	(17)	(11,9)	/	/	/	/	/	/
25 - 35 Jahre	2.946	595	20,2	50,4	25,9	13,1	6,9	(2,5)	/
35 - 45 Jahre	3.803	786	20,7	44,0	24,8	14,5	8,4	5,7	(2,6)
45 - 55 Jahre	3.641	741	20,3	39,2	22,6	15,9	11,1	7,5	(3,8)
55 - 65 Jahre	4.539	817	18,0	38,0	24,3	15,7	10,8	6,9	(4,2)
65 Jahre und mehr	5.476	1.076	19,7	35,8	21,3	16,4	21,1	8,5	5,9

1) Ohne Haushalte von Ausländern und ohne Privathaushalte in Anstalten sowie ohne Haushalte mit einem monatlichen Haushaltsnettoeinkommen von 10.000 und mehr DM.
2) Stand: Januar 1969; ohne Haushalte von Landwirten
3) Einschl. Haushalte mit überwiegendem Einkommen aus landwirtschaftlichem Betrieb
4) Gewerbetreibender, freiberuflich Tätiger

Quelle: Euler, M.: Ausgewählte Vermögensbestände privater Haushalte am Jahresende 1969, in: WiSta Nr. 12, 1970, S. 610

Tab. XV

Wertentwicklung der Rentenfonds 1967 - 1971

Fonds	Vermögen in Mio DM 31.12.1970	Wertentwicklung[1] in Prozent 1971 1. Quartal	1970	1969	1968	1967
Adirenta	140	+ 2,6	+ 5,2	-	-	-
Allrenta	26	+ 5,0	+ 7,3	-	-	-
Dekarent-International	29	+ 4,4	+ 8,9	-	-	-
Dt. Rentenfonds	961	+ 2,2	+ 5,1	- 1,8	+ 11,2	+ 11,9
Dt. Vermögensbildungs Fonds R.	5	+ 3,6	-	-	-	-
Gerling Rendite	6	+ 3,0	-	-	-	-
Hansarente	9	+ 2,4	-	-	-	-
Inrenta	930	+ 2,5	+ 5,2	- 0,1	+ 9,7	+ 12,1
Inter-Renta	103	+ 4,9	+ 3,7	-	-	-
Intern. Rentenfonds	216	+ 3,5	+ 6,5	-	-	-
Interzins	14	+ 5,8	-	-	-	-
Renditdeka	240	+ 2,2	+ 4,3	- 0,9	-	-
Unirenta	131	+ 2,9	+ 3,9	- 1,5	-	-

1) Die Wertentwicklung basiert für volle Jahre auf einer Entwicklung des Anteilwertes bei Reinvestition aller Ausschüttungen zu den jeweilig effektiv möglichen günstigsten Konditionen (Ausgabepreis, Wiederanlagerabatt, Anteilwert); für das laufende Jahr auf einer Entwicklung des Rücknahmepreises bei Barentnahme der Ausschüttungen. Ankaufskosten sind nicht berücksichtigt.

Quelle: Hoppenstedt Investment-Service, Darmstadt; zitiert nach Wirtschaftswoche Nr. 3/1971, S. 53 und Nr. 17/1971, S. 111

Tab. XVI

Bestand an inländischen festverzinslichen Wertpapieren bei wichtigen Trägern der Sozialversicherung nach Wertpapieren

Bundesgebiet einschl. Berlin (West)
Stand: 31. Dezember 1960

Sozialversicherungsträger	Wertpapierbestand											
	insgesamt		Anleihen und verzinsl. Schatzanweisungen öffentl. Stellen		Pfandbriefe u. Kommunalobligationen		Industrieobligationen		Kassenobligationen		Sonstige Wertpapiere	
	Mill. DM	v.H.	Mill. DM	v.H.	Mill. DM	v.H.	Mill. DM	v.H.	Mill. DM	v.H.	Mill. DM	v.H.
Rentenversicherung der Arbeiter	3.260	100	351	10,8	2.770	85,0	30	0,9	38	1,2	70	2,1
Rentenversicherung d. Angestellten	1.536	100	58	3,8	1.413	92,0	3	0,2	62	4,0	1	0,0
Arbeitslosenversicherung	617	100	33	5,4	348	56,5	1	0,1	223	36,1	12	1,9
Zusammen	5.413	100	433	8,2	4.531	83,7	34	0,6	323	6,0	82	1,5

Quelle: Schultze, H.: Die Unterbringung der festverzinslichen Wertpapiere, in: Wirtschaft und Statistik Nr. 7/1961, S. 400

Tab. XVII

Vermögensanlagen der Rentenversicherungen nach Anlagearten

	Ende 1960		Ende 1966		Ende 1967		Ende 1968		Ende 1969		Ende 3. Vj. 1970	
	Mrd DM	%	Mrd DM	%	Mrd DM	%	Mrd DM	%	Mrd DM	%	Mrd DM	%
Bankeinlagen	2,17	15,2	3,34	12,3	1,60	6,4	2,12	9,2	3,02	13,4	4,94	20,2
Geldmarktpapiere	0,31	2,2	0,05	0,2	0,02	0,1	-	-	0,03	0,1	0,33	0,1
Wertpapiere	4,80	33,7	8,32	30,5	7,17	28,9	7,16	31,0	7,06	31,3	7,21	29,3
Schuldbuchforderungen	0,71	5,0	4,38	16,1	5,64	22,7	4,42	19,1	3,75	16,6	3,69	15,0
Darlehen u. Hypotheken	5,56	39,0	9,87	36,2	9,02[1)]	36,3	7,96	34,5	7,19	31,8	6,82	27,7
Grundstücke und bewegl. Vermögen	0,71	4,9	1,30	4,7	1,38	5,6	1,44	6,2	1,53	6,8	1,63	6,7
Insgesamt	14,26	100,0	27,26	100,0	24,83	100,0	23,10	100,0	22,58	100,0	24,62	

1) Ab 1967 einschl. Beteiligungen

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank

L I T E R A T U R V E R Z E I C H N I S

I. Nachschlagewerke, Handbücher, Kommentare

Albisetti, E., Bodmer, D., Rutschi, E.: Handbuch des Bank-, Geld- und Börsenwesens der Schweiz, Thun 1964

Barlet, K., Karding, E., Fleischmann, R.: Hypothekenbankgesetz (Kommentar), 2.Aufl., München und Berlin 1964

Obst-Hintner: Geld-, Bank- und Börsenwesen, 36.Aufl., Stuttgart 1967

Palyi, Quittner: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, Frankfurt/M. 1957

Seidenzahl, F.: Bank- und Börsen-Lexikon, 2. Aufl., Freiburg i.Br. 1965

Steffan, F.: Handbuch des Realkredits, Frankfurt/M. 1963

II. Bücher und Dissertationen

Aupetit-Brocard: Les grands marchés financiers, Paris 1913

Bargen, M.v.: Vermögensanlage in der deutschen Lebensversicherung, Frankfurt/M. 1960

Beckerath, H.v.: Kapitalmarkt und Geldmarkt, Jena 1916

Behrens, K.C.: Absatzwerbung, Wiesbaden 1963

Behrens, K.C.: Demoskopische Marktforschung, 2.Aufl., Wiesbaden 1966

Biber, W.: Zur Frage der Sanierung der deutschen Gebäudewirtschaft, München 1945

Bierbaum, U.: Die Entwicklung des Sparens in der BRD nach der Währungsreform 1948, Diss. Freiburg (Schweiz) 1960

Birck, H.: Die Bankbilanz, 2.Aufl., Wiesbaden 1961

Blomeyer, K.: Die Behandlung der Hypotheken, Grundschulden und Geldrentenreallasten bei der Neuordnung des Geldwesens und der Finanzierung des Wiederaufbaus, Gutachten, München 1947

Böhme, R.: Die Verhaltensweise der Kreditbanken, Diss. Frankfurt/M. 1955

Bösch, H. J.: Die Kurspflege bei Wertpapieren, Frankfurt/M. 1959

Bohn, P.: Konsumenten- und Sparerverhalten, Stuttgart 1969

Brack, W.: Die Lage des deutschen Kapitalmarktes in der Gegenwart, Diss. Berlin 1959

Bruns, G.: Einführung in das Effektenwesen, 2. Aufl., Frankfurt/M. 1965

Bruns, G.: Entwicklungsprobleme des Effektenwesens, Frankfurt/M. 1966

Büschgen, H. E.: Wertpapieranalyse, Stuttgart 1966

Butschkau, F.: Im Dienst des Sparens - Reden und Aufsätze, Stuttgart 1967

Claren, J.: Die Kapitalanlagen der privaten deutschen Lebensversicherungsunternehmen, Berlin 1955

Cramer, J. E.: Marketing im Bankbetrieb, 2. Aufl., Frankfurt/M. 1970

Cramer, J. E.: Planung und Einführung neuer Dienstleistungen im Bankbetrieb, Diss. München 1969

Dannemann, W.: Struktur und Funktionsweise des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland, Tübingen, 1959

Delorme, H.: Konsortial- und Emissionsgeschäft, Frankfurt/M. 1963

Deumer, R.: Die Wiedergutmachung des Währungsunrechts bei Pfandbriefen und Obligationen, München 1950

Dichtl, E.: Über Wesen und Struktur absatzpolitischer Entscheidungen, Diss. München 1967

Dorner, R.: Die Industriefinanzierung über den Effektenmarkt von der Währungsreform bis Ende 1956, Diss. München 1960

Eberlein, G.: Kurspflege bei Anleihen, Diss. Berlin 1950

Ehrlicher, W.: Geldkapitalbildung und Realkapitalbildung, Tübingen 1956

Feldbausch, F. K.: Bankpolitik, Wiesbaden 1969

Ferber, M.: Die Pensionsgeschäfte der Kreditinstitute, Diss. München 1968

Frick, B.: Werbung und Bankgewerbe, Diss. Bern 1957

Fricke, D.: Das Sparen im Spannungsfeld der Bedürfnisse, in: Wirtschaftstheorie als Verhaltenstheorie, Band 11 der Beiträge zur Verhaltensforschung, herausgegeben von G. Schmölders, Berlin 1969

Friedrich, H.: Geldversorgung, Preisniveau und reales Wirtschaftswachstum bei alternativen Grundprinzipien der geldwirtschaftlichen Ordnung, Untersuchungen über das Spar-Giro- und Kreditwesen Band 33, Berlin 1967

Friedrichs, G.: Verkaufswerbung - ihre Technik, Psychologie und Ökonomie, Berlin 1958

Gasser, C., Meyer, W.: Der schweizerische Kapitalmarkt, 1. Teil: Das Sparen der Haushalte, der Unternehmungen und des Staates, Zürich u. St. Gallen 1952
2. Teil: Die Größenordnung der Angebots- u. Nachfragekomponenten, insbesondere am Markte der mündelsicheren Werte, Zürich u. St. Gallen 1952

Gericke, H.: Die Börsenzulassung von Wertpapieren, Wiesbaden 1961, Band 3 der Schriftenreihe für Kreditwirtschaft und Finanzierung, herausgegeben von K. F. Hagenmüller

Gerster, J.: Das freiwillige individuelle Sparen in der Schweiz und seine neuere Entwicklung, Diss. Freiburg, Winterthur 1960

Glembin, H.: Theorie und Technik der Konversionen, Jena 1938

Graf, R.: Die Finanzpolitik der Kreditbanken - Möglichkeiten und Probleme unter dem Aspekt der Optimierung der Eigenkapitalrentabilität, Diss. München 1967

Gutenberg, E.: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, 2. Band: Der Absatz, Berlin, Heidelberg, New York, 12. Aufl., 1970

Gutenberg, E.: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, 3. Band, Die Finanzen, Berlin, Heidelberg, New York, 1969

Gutscher, J.: Gefüge und gegenseitige Abhängigkeit der Beteiligungsmärkte unter besonderer Berücksichtigung der Sparleistung, Diss. Mannheim 1964

Härle, D.: Finanzierungsregeln und ihre Problematik, Wiesbaden 1961

Hagenmüller, K. F.: Der Bankbetrieb, 3 Bände, 3. Aufl., Wiesbaden 1970

Hansmeyer, K.-H.: Subventionen in der Bundesrepublik Deutschland, Berlin 1963

Hax, K.: Grundlagen des Versicherungswesens, Wiesbaden 1964

Heinen, E. Das Zielsystem der Unternehmung, Wiesbaden 1966

Heinz, G.: Die laufende Steuerbelastung von Obligationen und Aktie in den einzelnen EWG-Ländern unter dem Aspekt optimaler Finanzierung, Diss. München 1969

Herlt, R.: Bundesanleihen auf dem Kapitalmarkt, Hamburg, Essen, Berlin 1959

Hessler, H.-D.: Gegenwartsprobleme staatlicher Anleihepolitik, Köln und Opladen 1964

Heubaum, W.: Die Kapitalanlagevorschriften und ihre Auswirkungen auf den Kapitalmarkt, Diss. Köln 1959

Hielscher, U.: Das optimale Aktienportefeuille, 2. Aufl., Frankfurt/M. 1969

Hintner, O.: Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1961

Höfermann, F.: Geldmarkt und Geldmarktgeschäfte, Frankfurt/M. 1959

Hörschgen, H.: Der zeitliche Einsatz der Werbung, Stuttgart 1967

Hübl, L.: Bankenliquidität und Kapitalmarktzins, Berlin 1969

Hueck, A.: Recht der Wertpapiere, 10. Aufl., Berlin und Frankfurt 1967

Hüttner, M.: Grundzüge der Marktforschung, Wiesbaden 1965

Huhle, F.: Sparwille und Sparfähigkeit als Komponenten der Spartätigkeit, in: Beiträge zur Theorie des Sparens und der wirtschaftlichen Entwicklung, herausgegeben von F. Voigt, Berlin 1958, Band 1 der Schriften des Instituts für das Spar-, Giro- und Kreditwesen an der Universität Hamburg

Humbert, C.: Aufgaben, Bedeutung und Grundprobleme internationaler Anleihen, Diss. München 1969

Hundhausen, C.: Industrielle Publizität als Public Relations, Essen 1957

Imhof, F.: Die Wertpapieremission und ihre Beziehungen zum Wertpapierhandel, Diss. Frankfurt/M. 1959

Institut für Mittelstandsforschung: Der Private Haushalt in der Bundesrepublik Deutschland 1960/61, Köln 1965, Band 14 der Abhandlungen zur Mittelstandsforschung

Iseli, E.: Möglichkeiten des Marketing als Grundlage der Unternehmensführung im Bankwesen, Diss. St. Gallen 1967

Jacob, F. R.: Wertschriftenverwaltung und Wertschriftenanalyse nach amerikanischem Vorbild, Basel, Stuttgart 1959

Jacob, H.: Preispolitik, Wiesbaden 1963

Jaeger, G.: Entwicklung der sekundären Finanzierungsinstitute in der BRD und ihre Bedeutung für die Zentralbankpolitik, Tübingen 1968, Band 89 der Kieler Studien, herausgegeben von E. Schneider

Karger, F.: Emission von Aktien und Anleihen, Berlin 1928

Klein, J. J.: Money and the Economy, New York 1965

Knacke, E.: Die Hypothekenbanken, Frankfurt/M. 1964

Knothe, R.: Der neue Bankkunde, Wiesbaden 1967

Köllhofer, D.: Effekten in der Handels- und Steuerbilanz der Kreditinstitute, Diss. München 1966

König, H., Wolters, J.: Über den Zusammenhang zwischen kurz- und langfristigem Zinssatz: eine Spektralanalyse der westdeutschen Zinsstruktur, Zürich 1969

Kopp, H.: Die Kaufkraftsicherung bei der Kapitalanlage in Wertpapieren, Winterthur 1964

Krauss, D.: Die Anlageberatung der Kreditbanken, Diss. München 1968

Kühl, H.: Das marktpolitische Instrumentarium der Bank unter besonderer Berücksichtigung der Werbung, Diss. Göttingen 1967

Kuhn, K.: Wandelschuldverschreibungen als Finanzierungsmittel der Aktiengesellschaft, Diss. Köln 1953

Kurz, A.: Strukturwandlungen am deutschen Rentenmarkt, Diss. Berlin 1939

Lindörfer, W.: Die Wertpapieranlage der Geschäftsbanken in USA, Diss. Erlangen 1953

Linnert, H.: Die neuen Techniken des Marketing, München 1969

Lipfert, H.: Optimale Unternehmensfinanzierung, 3. Aufl., Frankfurt/M. 1969

Lochner, A.: Darlehen und Anleihen im internationalen Privatrecht, Stuttgart und Köln 1954

Mauersberger, E.: Die Wertpapieranlage der westdeutschen Kreditinstitute, Diss. Köln 1964

Meithner, K.: Die Preisbildung an der Effektenbörse, Heft 2 der Betriebswirtschaftlichen Forschungen des Wirtschaftsverkehrs, Wien 1930

Merkel, H.-G.: Theorie der Kapitalmarktpolitik, Band 1 der Reihe "Die Unternehmung im Markt", herausgegeben von H. Linhardt, Berlin 1955

Meyer, P.W.: Die Werbeerfolgskontrolle, Düsseldorf und Wien 1963

Meyer-Dohm, P.: Sozialökonomische Aspekte der Konsumfreiheit, Freiburg i. Br. 1965

Mössner, K. E.: Das deutsche Bodenkreditsystem, Berlin 1934

Mühlhaupt, L.: Der Bindungsgedanke in der Finanzierungslehre unter besonderer Berücksichtigung der holländischen Finanzierungsliteratur, Wiesbaden 1966

Müller, H.: Die Politik der deutschen Zentralbank 1948-1967, Tübingen 1969

Münker, B.D.: Das langfristige Kreditgeschäft der Filialgroßbanken, Diss. München 1967

Neumann, G.: Die betriebswirtschaftliche und steuerliche Problematik bei der Wahl zwischen Obligation und Aktie als Finanzierungsmittel unter Bezugnahme auf die deutsche Nachkriegssituation, Diss. München 1957

Nieschlag, R., Dichtl, E., Hörschgen, H.: Marketing, 4. Aufl., Berlin 1971

Oettle, K.: Unternehmerische Finanzpolitik, Stuttgart 1966

Oppermann, G.: Börsen- und Wertpapiergeschäfte, Frankfurt/M. und Köln 1957

Orthmann, G.: Das Kreditvermittlungsgeschäft der Universalbanken, Diss. München 1969

Paschke, W.: Bestimmungsgründe des persönlichen Sparens, Berlin 1961, Band 17 der Schriften des Instituts für das Spar-, Giro- und Kreditwesen an der Universität Hamburg

Penzkofer, P.: Marketingprobleme im Investmentwesen. Dargestellt an der Konkurrenzsituation der deutschen und amerikanischen Fonds, Diss. München 1967

Raape, L.: Internationales Privatrecht, 3. Aufl., Berlin und Frankfurt/M. 1950

Rameken, U.: Die Konkurrenzpolitik der Kreditbanken, Diss. Hamburg 1965

Reichl, H.: Der Pfandbrief und sein Markt seit dem zweiten Weltkrieg, Diss. München 1956

Reinboth, H.: Schuldscheindarlehen als Mittel der Unternehmensfinanzierung, Wiesbaden, 1965

Reiter, W.: Das Bundesanleihekonsortium, Wiesbaden 1967

Richebächer, K.: Börse und Kapitalmarkt, Frankfurt/M. 1963

Rieger, K.: Die Hypothekarkredit- und Pfandbriefinstitute im Gebiet der BRD 1948 - 1959, Tübingen 1960

Rittershausen, H.: Industrielle Finanzierungen, Wiesbaden 1964

Röhl, K.: Die Entwicklung des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland nach der Währungsreform unter besonderer Berücksichtigung finanz- und kreditpolitischer Maßnahmen, Diss. Kiel 1957

Roth, H.-J.: Die Sparfähigkeit und die Sparwilligkeit als Komponenten der Spartätigkeit und die Auswirkungen ihrer Wandlungen auf die private Geldkapitalbildung im Gebiet der heutigen BRD in den Jahren 1933 - 1959, Diss. München 1964

Rusch, H.: Die Wandelschuldverschreibung, in: Betriebswirtschaftliche Forschungen, Band 5, Berlin 1956

Samm, G.H.: Das Eigenkapital in der industriellen Finanzierung, Diss. Berlin 1965

Sandig, C.: Betriebswirtschaftspolitik, 2. Aufl., Stuttgart 1966

Schmalenbach, E.: Finanzierungen, Leipzig 1937

Schmölders, G.: Der Umgang mit Geld im privaten Haushalt, Band 10 der Beiträge zur Verhaltensforschung, Berlin 1969

Schumpeter, J.: Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, 2. Aufl., München 1950

Seyffert, R.: Werbelehre -Theorie und Praxis der Werbung, Band 1, Stuttgart 1966

Sommer, R.: Die Marketing-Konzeption und ihr Einfluß auf das absatzwirtschaftliche Instrumentarium des Markenartikels, Diss. München 1968

Staehle, W.: Die Schuldscheindarlehen, Wiesbaden 1965

Stein, H.-H.: Strukturwandlungen in der Anlagepolitik der Kreditbanken in der Bundesrepublik Deutschland von 1950 - 1960, Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen Band 23, Berlin 1964

Steinhaus, F. C.: Wertpapieranlage der Kreditbanken, Stuttgart und Berlin 1939

Steinrücke-Scholze: Das Konsortialgeschäft der deutschen Banken, Berlin 1956

Strathus, H.: Der Kapitalmarkt in Westdeutschland und die Probleme seines Wiederaufbaus, Institut Finanzen und Steuern, Heft 16, Bonn 1952

Surkamp, H.U., Weissenfeld, H.: Wandelschuldverschreibungen, Frankfurt/M. 1966

Tegethoff, G.: Das Treuhandgeschäft der westdeutschen und amerikanischen Banken, Köln und Opladen 1963, Band VIII der Bankwirtschaftlichen Schriftenreihe, herausgegeben von H. Linhardt

Thomas, K.: Ausleihungen, Diskontierungen und Wertpapieranlagen der Kreditbanken, Die Unternehmung im Markt Band 3, Berlin 1956

Tichy, B.: Kreditpolitik ohne Mythos - Geldschöpfung und Zinsempfindlichkeit, Wien/Frankfurt/Zürich 1967

Wäldchen, P.: Der Einfluß von Geldwertschwankungen auf Sparerverhalten und Sparformen, Diss. Erlangen-Nürnberg 1962

Weiss, U.: Marktforschung der Kreditinstitute, Berlin 1966

Wielens, H.: Die Emission von Auslandsanleihen, Wiesbaden 1968

Wildhagen, J.: Zinserwartungen und Anleihekonditionen, Diss. Saarbrücken 1967

Willners, G.: Die Wertpapieranlage der Kreditbanken und ihre Bestimmungsfaktoren, Wiesbaden 1966

Wissmann, B.: Die Zinsempfindlichkeit der deutschen Sparer, Band 15 der Schriftenreihe des Instituts für das Spar-, Giro- und Kreditwesen an der Universität Hamburg, Berlin 1960

Witte, H.O.: Schuldscheindarlehen, Frankfurt/M. 1966

Wohlfarth, K.: Die Wertpapiere und ihre Technik, Stuttgart 1956

Wolfgang, E.: Die Kursbildung am Rentenmarkt, Stuttgart 1931

Woodworth, G. W.: The Monetary and Banking System, New York, Toronto, London 1950

III. Artikel aus Zeitungen, Zeitschriften und Jahrbüchern

1) mit Verfasserangabe

Bargen, M.v.: Vertragsversicherung und Kapitalmarkt, in: ZfK 1967, S. 422 - 425

Baehring, B.: Kurspflege - aber für wen? in: Handelsblatt vom 20.3.1969

Barocka, E.: Zur Problematik der Kurspflege bei festverzinslichen Wertpapieren, in: DlK 1959, S. 372

Becker, W.-D.: Mehr Vorsichtssparen, in: Wirtschaftswoche (früher: Volkswirt) Nr. 52, 1970, S. 10

Benning, B.:Kapitalmarkt und Kapitalmarktpolitik, in: DlK 1965, S. 199

Berndsen, R.: Der Depotbesitz an deutschen Aktien, in: WiSta 1959, S. 417 - 419

Berndsen, R.: Der Depotbesitz an deutschen Aktien und festverzinslichen Wertpapieren, in: WiSta 1961, S. 339-342

Bettermann, K. A.: Verfassungswidriger Emissionsstop, in: Der Betriebs-Berater 1969, S. 699 - 701

Birck, H., Meyer, H.: Ausweis und Bewertung eigener Schuldverschreibungen in der Bilanz der Realkreditinstitute, in: ZfB 1958, S. 227 - 241

Birkenmeier, L.: Wo stehen wir in der Bankenwerbung? in: Österreichisches Bank-Archiv Nr. 3, 1958, S. 66 - 69

Bösel, F.: Strategie und Taktik der Sparkassenwerbung, in: Bank-Betrieb 1963, S. 145

Brestel, H.: Prügelknabe Pfandbrief, in: FAZ vom 19.9.1970

Bröker, G.: Kapitalzins und Emissionskosten in Westeuropa und Nordamerika, in: Bank-Betrieb 1963, S. 47 ff

Christians, F.W.: Das Verhalten der Anleger ist entscheidend, in: ZfK 1969, S. 584 - 587

Cramer, J.E., Penzkofer, P.: Produkt-Management im Bankbetrieb, in: Bank-Betrieb 1970, S. 354 - 361

Czerwensky, G.: Sparpläne -nicht nur Kundenfang, in: SZ vom 31.12.1968

Drescher, S.: Durch die Bank verschiedene Kunden, in: absatzwirtschaft Heft 17, 1969, S. 35 - 40

Dudler, H.-J.: Private Spartätigkeit und Kapitalmarktpolitik, in: Bl. f. G. 1968, S. 237 - 243

Dünnbier, W.: Finanzierung im Widerstreit, in: Volkswirt Nr. 33, 1968, S. 23 - 24

Endres, W.: Mehr Zwang zum Planen, in: Volkswirt Nr. 48, 1969, S. 32 - 33

Erlenbach, E.: Die Rentenfonds in der Börsenbaisse, in: FAZ vom 4.8.1970

Euler, M.: Ausgewählte Vermögensbestände privater Haushalte am Jahresende 1969, in: WiSta 1970, S. 605 - 611

Euler, M.: Formen der Vermögensbildung in privaten Haushalten im Januar 1969, in: WiSta 1970, S. 314 - 318

Euler, M.: Wertpapierbesitz von der Statistik durchleuchtet, in: Volkswirt Nr. 30, 1970, S. 38 - 39

Fischer, O.: Neuere Entwicklungen auf dem Gebiet der Kapitaltheorie, in: ZfbF 1969, S. 26 - 43

Floss, E.: Geschick in Steuersachen - Es lohnt sich, alle Vergünstigungen auszunützen, in: SZ vom 23.10. 1969

Floss, E.: Macht "Bank" bang? in: absatzwirtschaft Heft 20, 1970, S. 69 - 74

Floss, E.: Neue Dienstleistungen der Banken - mehr kundenorientiertes Denken, in: SZ vom 29.10.1970

Fögen, H.: Bedeutung, Anwendungsbereich und Grundsätze für die Anwendung von § 3 Satz 2 des Währungsgesetzes ("Sachwertklauseln"), in: Der Betriebs-Berater 1958, S. 1259 ff

Günter, H.; Plaumann, W.: Die Anlage für Betriebsvermögen, in: Volkswirt 1965, S. 2709 - 2710

Günter, H.; Plaumann, W.: Steuerfreie Anleihen für Privatanleger zu teuer, in: Volkswirt Nr. 26, 1968, S. 33 - 34

Guth, W.: Die D-Mark als internationale Anleihewährung, in: Wirtschaftliche Mitteilungen der Deutschen Bank, Heft 3, 1968, S. 1 - 6

Hahn, O.: Die Auswirkungen einer Diskonterhöhung auf die Rentabilität der Universalbanken, in: Sparkasse Heft 2, 1967, S. 24 - 29

Hammer, K.: Die Refinanzierungsmodalitäten der Pfandbriefinstitute, in: ZfK 1969, S. 716 - 718

Hankel, W.: Kapitalmarkt und Preisstabilität, in: Volkswirt 1965, S. 2328 - 2331

Hansen, H.: Der Einfluß der Rentenreform auf die Sozialversicherung als Kapitalsammler, in: Anlagepolitik der Kapitalsammelstellen, Beilage zu Volkswirt Nr. 42, 1960

Hidding, B.: Optionsanleihe - Spekulation mit Zeitzünder, in: Das Wertpapier 1969, S. 838 - 840

Hintner, O.: "Schuldverschreibungen im Umlauf" in der Bilanz der Realkreditinstitute, in: ZfB 1957, S. 496

Iden, H.: Die Zinsempfindlichkeit nimmt zu, in: Beilage zu Volkswirt Nr. 28, 1970

Irmler, H.: Möglichkeiten und Finanzierung einer antizyklischen Fiskalpolitik, in: Handelsblatt vom 14.12.1967

Kärcher, F.W.: Die Kurzläufer-Psychose am deutschen Rentenmarkt, in: DIK 1968, S. 95 - 96

Kirsch, W.: Zur Problematik "optimaler" Kapitalstrukturen, in: ZfB 1968, S. 881 - 888

Klusak, B.: Kapitalanlage in Rentenfonds, in: Der Betriebs-Berater 1969, S. 191 - 193

Kruk, M.: Junge Aktien auf Termin, in: FAZ vom 20.4.1964

Leis, J.: Kapitalmarkt ohne Geld, in: Handelsblatt vom 1.2.1962

Löschhorn, H.: Neue oder alte Rentenwerte kaufen? in: Wirtschaftswoche (früher: Volkswirt) Nr. 42, 1970, S. 84

Lubowski, H.: Die Bedeutung des Pfandbriefs am Rentenmarkt, in: ZfK 1969, S. 830 - 833

Martell, H.: Bestimmungsfaktoren der Zinsentwicklung in Westdeutschland, in: Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung des DIW, Heft 3, Berlin 1959, S. 273 - 279

Messner, R.: Keine gleicht der anderen, in: Volkswirt Nr. 20, 1969, S. 44 - 46

Möller, W.: Mehr Phantasie durch Tilgungsfonds für Rentenpapiere? in: Bank-Betrieb 1967, S. 105 - 107

Muthesius, V.: Neues Attentat auf den Kapitalmarkt? in: ZfK Nr. 8, 1968, S. 8 - 9

Nieschlag, R.: Was bedeutet die Marketing-Konzeption für die Lehre von der Absatzwirtschaft, in: ZfhF 1963, S. 549 - 559

Noelle-Neumann, E.: Typen und Typologien, in: absatzwirtschaft Heft 20, 1968

Nullau, B.: Die Finanzierung des Wohnungsbaus in der BRD durch die Kapitalsammelstellen im Jahre 1965, in: Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung des DIW, Berlin, Heft 1, 1965, S. 62 - 84

Penzkofer, P.: Kreditinstitute - im Sog des Marketing, in: Volkswirt Nr. 35, 1969, S. 31 - 33

Pfeiffer, W.: Die Steuern bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren, in: DlK 1967, S. 603 - 608

Pfleiderer, O.: Der Kapitalmarkt im Wirkungsfeld von Währungs- und Finanzpolitik, in: DlK 1970, S. 271 - 275

Philipp, M.: Die Problematik einer theoretischen Abgrenzung von Geldmarkt und Kapitalmarkt, in: BFuP, 1968, S. 167 - 178

Pohl, R.: Die westdeutschen Kreditinstitute als Käufer von Wertpapieren, in: Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung des DIW, Berlin, Heft 1, 1957, S. 69 - 79

Poullain, L.: Sparen wir zuwenig? in: Volkswirt, Nr. 27, 1970, S. 26

Raida, H.: Freihändiger Rückkauf stützt Kurse, in: Volkswirt 1966, S. 1587 - 1588

Raida, H.: Die Konkurrenzsituation zwischen festverzinslichen Wertpapieren, in: DlK 1968, S. 375 - 379

Reimann, W.: Umstellung auf den Sechsprozenter - Die Konversionswelle am Rentenmarkt, in: Handelsblatt vom 9.9.1963

Reimann, W.: Die richtige Zinsoptik, in: Handelsblatt Nr. 34 vom 18.2.1965

Reinboth, H.: Zur Entwicklung der Wertpapieranlagen der privaten Banken, in: Bank-Betrieb 1967, S. 348 - 352

Ringleb, W.: Das Für und Wider einer Kurspflege, in: Volkswirt Nr. 48,1965, S. 2614 - 2615

Schmölders, G.: Das Wertpapiersparen, in: ZfK 1962, S. 282

Schönmann, H. G.: Sind die Pfandbrieflaufzeiten zu lang? in: Handelsblatt Nr. 171 vom 5.9.1968

Schönmann, H. G.: Wir haben Dampf gemacht, in: Volkswirt Nr. 30,1970, S. 66 ff

Schrempf, K.: Effektenmarkt, in: Börsen-Zeitung vom 26.1.1965

Schrempf, K.: Noch ein Versuch am Rentenmarkt, in Börsen-Zeitung vom 7.4.1966

Schultze, H.: Die Unterbringung der festverzinslichen Wertpapiere, in: WiSta Nr. 7,1961, S. 397

Schumann, F.: Sparerschutz bei Kaufkraftminderung, in: ZfK 1966, S. 690 ff

Schupp, R.: Die Geschäftswerbung im deutschen Bank- und Bankiersgewerbe, in: Österreichisches Bank-Archiv Nr. 9,1958, S. 338 - 345

Schwarzer, O.: Pfandbriefe: Make-up bitter nötig, in: SZ Nr. 280 vom 22./23.11.1969

Spiethoff, A.: Die äußere Ordnung des Geld- und Kapitalmarktes, in: Schmollers Jahrbuch, Jg. 33,1909

Spiethoff, A.: Der Begriff des Kapital- und Geldmarktes, in: Schmollers Jahrbuch, Jg. 44,1920

Steffan, F.: Die Komponenten des Rentenmarktes, in: DIK 1965, S. 559 - 570

Strathus, H.: Kapitalmarktpolitik gestern und heute, in: Wertpapier und Sparer, Beilage zu Volkswirt Nr. 16,1955

Thoma, F.: Der manipulierte Zins, in: SZ vom 20./21.9.1969

Tölke, W.: Eigene Schuldverschreibungen in der Bilanz der Realkreditinstitute, in: ZfB 1958, S. 631 ff

Uhlmann, R.: Was Banken und Sparkassen zu bieten haben, in: Volkswirt Nr. 27,1969, S. 38 - 41

Vaih, W.: Die Wertpapieranlagen der Sparkassen, in: Sparkasse 1965, S. 277 - 283

Wagenhöfer, C.: Rentenmarkt-Erfahrungen aus der Sicht der Notenbank, in: DlK, 1964, S. 187 - 193

Wehran, J.: Die Gemeinschaftswerbung für Bundesanleihen, in: Zeitschrift für das Post- und Fernmeldewesen 1966, S. 177

Wende, E.: Rückgang der privaten Spartätigkeit? in: Wochenbericht des DIW Nr. 37,1970

Werner, U.: Pfandbriefvorverkäufe und Pensionsgeschäfte bei Hypothekenbanken, in ZfK 1968, S. 914 - 916

Wolf, H.: Banken-Marketing: Populär statt exklusiv,in: Volkswirt Nr. 38,1970, S. 42 - 43

Wunner, H.: Die Refinanzierung des langfristigen Realkreditgeschäftes, in: DlK 1968, S. 459 - 460

2) ohne Verfasserangabe

o.V. Additionsgewinn, in: Wirtschaftswoche (früher: Volkswirt) Nr. 1 und 2,1971, S. 11

o.V. Auswirkungen des Kuponsteuergesetzes, Die, in: MoBbk Nr. 6,1965, S. 3 - 9

o.V. Banken - internationale Stützpunkt-Strategie, in: Wirtschaftswoche (früher: Volkswirt) Nr. 5,1971, S. 22 -24

o.V. Bayer-Wandel-Anleihe mit Vorzügen, in: Die Zeit vom 30.4.1965

o.V. Bundesbank stellt Kurpflege aus eigenen Mitteln ein, in: FAZ vom 4.3.1969

o.V. Bundesbank und Rentenmarkt, in: FAZ vom 29.7.1968

o.V. Computer als Werbe-Argument, in: Volkswirt Nr. 21, 1970, S. 79

o.V. Depotbesitz an inländischen Wertpapieren Ende 1962, Der, in: MoBbk Nr. 9, 1963, S. 3 - 8

o.V. Diagnose des Rentenmarktes, in: Börsen-Zeitung vom 30.3.1965

o.V. Eineinhalb Prozent zurück, in: SZ vom 10.5.1965

o.V. Emission ausländischer Anleihen in der Bundesrepublik, Die, in: MoBbk Nr. 12, 1964, S. 3 - 7

o.V. Entwicklung der Wertpapieranlagen der Banken, in: MoBbk Nr. 9, 1967, S. 16 - 23

o.V. Entwicklung des Realkreditgeschäftes bei den privaten Hypothekenbanken und den öffentlich-rechtlichen Grundkreditanstalten, Die, in: MoBbk Nr. 8, 1954, S. 31 - 39

o.V. Erfolgreiche Strategie, in: Volkswirt Nr. 20, 1970, S. 83 - 84

o.V. Erste "Variable", Der, in: Wirtschaftswoche (früher: Volkswirt) Nr. 29, 1971, S. 127

o.V. Geheimnis der Warrants, Das, in: Volkswirt Nr. 34, 1970, S.55 - 56

o.V. Goldene Eier?, in: Das Wertpapier 1968, S. 627

o.V. Gut eingekauft, in: Wirtschaftswoche (früher: Volkswirt) Nr. 18, 1971, S. 9

o.V. Hohe Rendite per Losglück, in: Wirtschaftswoche (früher: Volkswirt) Nr. 23, 1971, S. 63

o.V. Hypo mit der Dresdner Bank im internationalen Konzert, in: SZ vom 23.2.1971

o.V. Kapitalbildung und Anlagepolitik der gesetzlichen Rentenversicherungen und der Arbeitslosenversicherung, in: MoBbk Nr. 7, 1964, S. 3 - 4

o.V. Kapitalmarkt im Banne des Zinsproblems, Der, in: Neue Zürcher Zeitung vom 12.6.1966

o.V. Kapitalstruktur und Ertragsverhältnisse der Unternehmen, in: MoBbk Nr. 4, 1970

o.V. KfW-Anleihe nicht für Entwicklungshilfe, in: FAZ vom 18.1.1963

o.V. Kuponsteuer auf Eis gelegt, in: SZ vom 6.11.1970

o.V. Lebensversicherung und Kapitalmarkt, in: Die Deutsche Lebensversicherung, Jahrbuch 1960, S. 33 - 38

o.V. Neuere Entwicklung der finanziellen Lage bei den gesetzlichen Rentenversicherungen, in: MoBbk Nr. 10, 1969, S. 22 - 31

o.V. Neuere Entwicklung des Investmentsparen, Die, in: MoBbk Nr. 1, 1970, S. 5 - 12

o.V. Öffentliche Hand und Kapitalmarkt - heute, in: Bulletin der Schweizerischen Kreditanstalt Nr. 2, 1967, S. 71 - 86

o.V. Pensionsgeschäfte der Kreditinstitute, in: MoBbk Nr. 11, 1965, S. 3 - 14

o.V. Pensionsgeschäfte, Mittel gegen Liquiditätsbeengung, in: Börsen-Zeitung vom 11.12.1965

o.V. Pfandbrief ausgestochen, Den, in: Volkswirt Nr. 12, 1969, S. 10

o.V. Pfandbrief mit Pfiff, in: SZ vom 17./18.7.1971

o.V. Plan "nach oben", Mit, in: Wirtschaftswoche (früher: Volkswirt) Nr. 45, 1970, S. 76 - 77

o.V. Rentenmarkt nur wenig verändert - Privatpublikum wünscht 6% Neuemission, in: Industriekurier vom 24.2.1962

o.V. Rentenmarkt reagiert auf die Bundes-Schuldscheine, in: FAZ vom 18.9.1969

o.V. Ruhiges Geschäft am Rentenmarkt, in: Blick durch die Wirtschaft vom 19.2.1962

o.V. Run in D-Mark-Auslandsanleihen, in: SZ vom 14./15.8.1968

o.V. Sparappell an Teens und Twens, in: FAZ vom 26.8.1969

o.V. Stellung der BRD im internationalen Anleihegeschäft, Die, in: MoBbk Nr. 8, 1969, S. 14 - 19

o.V. Streuung des Wertpapierbesitzes, Die, in: MoBbk Nr. 8, 1970, S. 23 - 32

o.V. Thema Kuponsteuer noch nicht ausdiskutiert, in: SZ vom 13.2.1970

o.V. Verlagerungen der internationalen Emissionstätigkeit, in: Schweizerischer Bankverein, Bulletin Nr. 2, 1967, S. 13 - 19

o.V. Vermögensanlagen der Individualversicherung 1966/68, in: WiSta 1969, S. 637 - 639

O.V. Werden Börsengeschäfte teurer?, in: FAZ vom 16.12.1970

o.V. Wertpapier-Pensionsgeschäfte und Rentenmarkt, in: MoBbk Nr. 7,1967, S. 7 - 12

o.V. Wie groß sind die Banken-Pensionsgeschäfte, in: Industriekurier Nr. 44 vom 23.3.1965

o.V. Zaubermittel Rückflüsse, in: ZfK 1968, S. 315

o.V. Zinsanpassungsklausel, in: FAZ Nr. 105 vom 7.5.1971

o.V. Zusammensetzung des Vermögens der deutschen Wertpapierfonds, Die, in: MoBbk Nr. 10,1970, S. 41 - 43

IV. Beiträge in Sammelwerken und Festschriften

Biber, W.: Die Zinsempfindlichkeit des Sparers, in: Aufsätze und Vorträge, München 1965

Hintner, O.: Effektenemission, in: HWB, Bd II, Stuttgart 1958, Sp. 1521

Hintner, O.: Eigen- und Fremdkapital in betriebswirtschaftlicher Sicht, in: Zur Finanzpolitik der Unternehmen, Hrsg. Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft, Berlin 1963, S. 81 - 96

Hintner, O.: Zum Liquiditätsproblem der Geschäftsbanken, in: Der Betrieb in der Unternehmung, Festschrift für W. Rieger, Stuttgart 1963

Kummert, P.: Private Hypothekenbanken, in: Handbuch des Realkredits, Frankfurt/M. 1963

Mellerowicz, K.: Emissionsgeschäft, in: Palyi, Quittner: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld- Bank- und Börsenwesen, Frankfurt/M. 1957, S. 501 ff

Mühlhaupt, L., Wielens, H.: Zum Streit um die Ausgliederung des Effektengeschäfts aus dem Aufgabenbereich der Universalbank, in: Geld, Kapital und Kredit, Festschrift für H. Ritterhausen, Hrsg. Büschgen, H. E., Stuttgart 1968

Müller, G., Bargen, M. v.: Individualversicherung, in: Handbuch des Realkredits, Frankfurt/M. 1963

Noelle-Neumann, E.: Geldwert und öffentliche Meinung - Anmerkungen zur "Psychologie der Inflation" in: Geldtheorie und Geldpolitik, Festschrift für G. Schmölders, Berlin 1968

Penzkofer, P.: Marketing und Bankorganisation, in: Dienstleistungen in Theorie und Praxis - Festschrift für O. Hintner, Hrsg. Linhardt, H., Penzkofer, P., Scherpf, P., Stuttgart 1970, S. 126 - 150

Pohl, R.: Notenbankpolitik und Kapitalzinsentwicklung in Westdeutschland, in: Geld- und Bankpolitik, Hrsg. Dürr, E., Köln, Berlin 1969, S. 268 - 282

Priewasser, E.: Gedanken zu einem Marktforschungskonzept für Kreditinstitute, in: Das Kreditwesen in Österreich, Festschrift für H. Krasensky, Wien 1968

Scherpf, P.: Entwicklung und Zukunft der betriebswirtschaftlichen Steuerlehre als Hilfsmittel der Unternehmenspolitik, in Steuern und Unternehmenspolitik, Hrsg. Heinen, E., Wiesbaden 1958, S. 92 - 100

Schmölders, G.: Der private Haushalt als Gegenstand der Verhaltensforschung, in: Schneider, F.: Die Finanzen des privaten Haushalts, Festschrift für W. Kaminsky, Frankfurt/M. 1969

Spelsberg, P.: Öffentlich-rechtliche Bodenkreditinstitute, in: Handbuch des Realkredits, Frankfurt/M. 1963

Steffan, F.: Begriff und Funktion des Realkredits, in: Handbuch des Realkredits, Frankfurt/M. 1963

Strathus, H.: Art. Kapitalmarkt, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-,Bank- und Börsenwesen, Band II, Frankfurt/M. 1957, S. 979

V. Periodika und sonstige Quellen

Abs, H.: Der europäische Wertpapier- und Emissionsmarkt im Hinblick auf internationale Finanzierungen, Sonderdruck, Frankfurt/M. 1964

Baschy, R.: Aktuelle Börsenphänomene - Ausführungen auf der Generalversammlung des Effektbörsenvereins Zürich vom 23.3.1960, Sonderdruck des Effektbörsenvereins Zürich, 1960

Bayerische Vereinsbank: Kunden-Dienst, Pfandbrief-Report

Biber, W.: Zur Frage der Sanierung der deutschen Gebäudewirtschaft, Sonderdruck München 1945

Bundesministerium für Wirtschaft: Möglichkeiten zur Verbesserung der Struktur des Rentenmarktes, Sonderdruck, Bonn 1960

Chevallerie, O. de la: Die Verteilung des Vermögenszuwachses in der BRD seit 1950, Nr. 80 der Sonderhefte des DIW, Berlin 1968

Commerzbank AG: Rund um die Börse

Deutsche Bank AG: Das Börsenbild, Wirtschaftliche Mitteilungen

Deutsche Bundesbank (früher: Bank Deutscher Länder):
Geschäftsberichte
Monatsberichte
Statistische Beihefte zu den Monatsberichten, Reihe 1
Statistische Beihefte zu den Monatsberichten, Reihe 2

Deutsche Bundesbank (früher: Bank Deutscher Länder):
Mitteilung Nr. 8001/65, betr. Anordnung gem. § 18 Bundesbank-Gesetz: Erhebung über Pensionsgeschäfte, vom 11.3.1965, veröffentlicht im Bundesanzeiger Nr. 54 vom 19.3.1965

Deutsche Bundesbank (früher: Bank Deutscher Länder):
Mitteilung Nr. 8003/65, betr. Anordnung gem. § 18 des Bundesbank-Gesetzes: Ergänzungsmeldung der Emissionsinstitute zur Meldung über Pensionsgeschäfte vom30.8.1965, veröffentlicht im Bundesanzeiger Nr. 167 vom 7.9.1965

Deutsche Pfandbriefanstalt: Jahresberichte

Dresdner Bank AG: Kapitalmarkt und Börse, Wirtschaftsberichte

Forberg, K.: Kapitalmarktreform in gesamtwirtschaftlicher Schau, in: Aktionsgemeinschaft soziale Marktwirtschaft, Tagungsprotokoll Nr. 11, Neuordnung der Finanzpolitik, Ludwigsburg, 1958

Gemeinschaft zum Schutz der deutschen Sparer: Mitteilungen und Kommentare zur Geldwertstabilität vom 24.3.1970

Glaeser, R., Schmidt, K.D.: Probleme des Kapitalmarktes in den Ländern der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, Untersuchung erstellt im Auftrag des Wirtschaftsministeriums Baden-Württemberg, Tübingen 1962

Häuser, K., Somogyi, J.: I. Allgemeine Entwicklung des Kapitalmarktes in der BRD seit 1957
II. Ursachen der mittelfristigen Schwankungen des Emissionsvolumens und der Rendite festverzinslicher Wertpapiere, Sonderdruck des Instituts für Kapitalmarktforschung, Frankfurt/M. 1968

Kommission der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft: Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarktes, Bericht einer von der EWG-Kommission eingesetzten Sachverständigengruppe, Brüssel 1966

Letschert, G.: Verkaufsförderungs-Aktion für Effektenberater, Referat vom 3.9.1970 gehalten in Frankfurt/M., Manuskript

Mitteilung der Kreditanstalt für Wiederaufbau an die Inhaber unserer Teilschuldverschreibungen über die Erhöhung von Zinssätzen und Einlösungskursen unserer Anleihen von 1958 - 1965, in: ZfK 1966, S. 1162

Nieschlag, R.: Begriff, Wesen und Träger des Marketing, in: Heft 22, troost-Schriftenreihe, Düsseldorf 1964

Schweizerische Bankgesellschaft: Sparkapitalbildung in der Schweiz, Zürich 1966, Sonderdruck

Schweizerischer Bankverein: Grundprobleme der Kapitalanlage in Wertschriften, o.J.

Schweizerischer Bankverein: Grundsätze der Kapitalanlage in Wertschriften, Bulletin 2, 1956

Schweizerische Kreditanstalt: Bulletins

Spiegel-Dokumentation: Männer und Märkte, Besitz, Konsum- und Informationsverhalten der männlichen Bundesbevölkerung I: Urlaubsreisen, Flugreisen, PKW, Spar- und Anlageformen, Hamburg 1969

Torklus, R. v.: Analyse der Kapitalausstattung der deutschen Unternehmen auf der Grundlage der Einheitswertstatistik, DIW-Beiträge zur Strukturforschung Heft 8, Berlin 1969

Verband der Lebensversicherungs-Unternehmen: Jahrbücher

Verband öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten e.V.: Verbandberichte

Verband privater Hypothekenbanken e.V.: Der Rentenmarkt in der Krise (Möglichkeiten zum Wiederaufbau des Rentenmarktes), Sonderdruck, Bonn 1966

Volkswirtschaftliche Studiengruppe der Amsterdam-Rotterdam Bank N.V., Deutsche Bank AG., Midland Bank Limited, Société Générale de Banque S.A.-Generale Bankmaatschappij N.V.: Europäische Kapitalmärkte, 1966 (Sonderdruck)

Württembergische Hypothekenbank: Geschäftsberichte

VI. Zusammenstellung der benutzten Zeitungen und Zeitschriften

absatzwirtschaft

Bank-Betrieb

Betriebs-Berater, Der

Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis

Blätter für Genossenschaftswesen

Blick durch die Wirtschaft

Börsen-Zeitung (Frankfurt)

Frankfurter Allgemeine Zeitung

Handelsblatt (jetzt zusammen mit Industriekurier)

Industriekurier

Langfristige Kredit, Der

Neue Zürcher Zeitung

Österreichisches Bank-Archiv

Sparkasse

Süddeutsche Zeitung
Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung des DIW
Volkswirt
Wertpapier, Das
Wirtschaftswoche (früher: Volkswirt)
Wirtschaft und Statistik
Wochenberichte des DIW
Zeit, Die
Zeitschrift für Betriebswirtschaft
Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung
Zeitschrift für das Post- und Fernmeldewesen

L E B E N S L A U F

Ich wurde am 16.1.1940 in Leipzig als Sohn des technischen Angestellten Friedrich Lüdtke und seiner Ehefrau Charlotte Lüdtke, geb. Lehmann, geboren. Im Jahre 1950 siedelte ich mit meinen Eltern nach München über und beendete hier die Volksschule. 1951 trat ich in das Wittelsbacher Gymnasium ein, wo ich 1960 das Abitur ablegte.

Anschließend wurde ich von der Deutschen Bank AG, Filiale München, eingestellt, und absolvierte im Hauptgeschäft sowie verschiedenen Zweigstellen eine zweijährige Lehrzeit. 1962 schloß ich diese mit der Prüfung für Bankkaufleute vor der Industrie- und Handelskammer, München, ab.

Im Wintersemester 1962/63 begann ich an der Ludwig-Maximilians-Universität München mit dem Studium der Betriebswirtschaftslehre. In den Semesterferien hatte ich mehrfach die Gelegenheit, meine Kenntnisse als Bankkaufmann durch praktische Tätigkeit bei der Deutschen Bank AG und anderen Münchner Bankniederlassungen weiter zu vervollkommnen. Im Wintersemester 1967/68 schloß ich mein Studium in München mit dem Examen für Diplom-Kaufleute ab.

Seit Januar 1969 bin ich als wissenschaftlicher Assistent am Deutschen Wirtschaftswissenschaftlichen Institut für Fremdenverkehr an der Universität München tätig.